

Univerzita Karlova v Praze  
Právnická fakulta

Mgr. Ladislav Josef August Maczvalda

# **PRÁVNÍ A EKONOMICKÉ ASPEKTY REGULACE KAPITÁLOVÉHO TRHU**

**Legal and Economic Aspects of Capital Market Regulation**

**Diplomová práce**

Vedoucí diplomové práce: PhDr. Mgr. Pavel Seknička, Ph.D.

Katedra: Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 10. 9. 2011

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených a diplomová práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

v Praze, dne 10. 9. 2011

Rád bych vyjádřil své poděkování PhDr. Mgr. Pavlu Sekničkovi, Ph.D. za odborné rady a cenné připomínky při zpracování diplomové práce.

## Obsah

Úvod.....	6
1. Finanční trh.....	10
1. 1 Pojem finančního trhu .....	10
1. 2 Dělení finančního trhu .....	11
2. Kapitálový trh .....	14
2. 1 Pojem kapitálového trhu .....	14
2. 2 Dělení kapitálové trhu .....	15
2. 2. 1 Primární a sekundární trh.....	15
2. 2. 2 Organizovaný a neorganizovaný trh.....	16
2. 2. 3 Promptní a termínovaný trh .....	17
2. 3 Předmět kapitálového trhu .....	18
2. 4 Subjekty kapitálového trhu .....	20
2. 4. 1 Poskytovatelé služeb na kapitálovém trhu .....	20
2. 4. 1. 1 Burza.....	21
2. 5 Kapitálový trh v České republice .....	25
2. 6 Právní úprava kapitálového trhu v České republice.....	30
2. 6. 1 Právní úprava kapitálového trhu na úrovni zákona .....	30
2. 6. 1. 1 Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu .....	31
2. 6. 2 Podzákonná právní úprava kapitálového trhu .....	32
2. 6. 3 Evropská právní úprava kapitálového trhu .....	32
2. 6. 3. 1 MiFID .....	34
3. Regulace .....	36
3. 1 Subjekty participující na regulaci.....	39
3. 1. 1 Ministerstvo financí.....	40
3. 1. 2 Česká národní banka.....	41
3. 1. 3 Burza cenných papírů Praha, a. s.....	45
3. 1. 4 Obchodník s cennými papíry .....	51
3. 1. 5 Česká asociace obchodníků s cennými papíry .....	55
3. 1. 6 Asociace pro kapitálový trh České republiky .....	56
3. 2 Mezinárodní subjekty participující na regulaci.....	57
3. 2. 1 International Organization of Securities Commissions .....	58
3. 2. 2 European Securities and Markets Authority .....	59
3. 3 Vývoj regulace kapitálového trhu v České republice.....	60
3. 3. 1 Období 1989 – 1992 .....	60
3. 3. 2 Období 1993 – 2003 .....	61
3. 3. 3 Období 2004 – současnost .....	64
3. 4 Právní regulace.....	65
3. 4. 1 Deregulace .....	69
3. 5 Mimoprávní regulace.....	72
3. 5. 1 Etika v procesu regulace .....	73
3. 5. 1. 1 Etické hodnoty hospodářské etiky.....	85
3. 5. 2 Psychologický aspekt regulace.....	91

4. Ekonomie a regulace .....	96
4. 1 Nová institucionální ekonomie .....	97
4. 1. 1 Metodologické základy nové institucionální ekonomie .....	97
4. 1. 2 Transakční náklady.....	100
4. 1. 3 Neúplné informace .....	102
4. 2 Institucionální ekonomie S. Voigta.....	103
Závěr.....	108
Seznam zkratek .....	113
Seznam literatury .....	115
Seznam obrázků, tabulek a grafů .....	128
Abstrakt .....	129

## Úvod

Ekonomika je neodmyslitelnou součástí společenských vztahů, je významnou esencí mnoha resp. většiny společenských vztahů nejen v dnešní době, ale i s ohledem na historii. Podmiňuje aktuální fungování společnosti, ale i její vývoj a rozvoj směrem do budoucna. Tuto skutečnost však nelze pojímat pouze v pozitivní konotaci, ale je nezbytné si současně uvědomit, že stanovuje i limity a omezení, které již nelze překročit.

Jedním z nejdůležitějších principů ekonomiky je rozmístění, přerozdělení a s tím související pohyb (transfer) materiálních artefaktů, resp. hodnot. Nezastupitelnou funkci v této oblasti plní finanční trh, a především pak jeho subsystém kapitálový trh. Nárůst významu kapitálového trhu, který umožňuje a usnadňuje pohybu hodnot – peněžních prostředků, je v poslední době zvyšován všeobecnou preferencí získávání peněžních prostředků prostřednictvím volné nabídky a poptávky, spíše než využíváním „klasických“ úvěrů.

Společenské jevy a vztahy v nich vznikající, jsou v průběhu jejich postupného vývoje předmětem analýzy a následné úpravy, která se realizuje prostřednictvím stanovování pravidel, která napomáhají jejich zefektivnění. Prvotní z hlediska časového, je vytvoření rámce neformálního, který se následně transformuje v „semiformální“ – vytvořený primárně samotnými subjekty, jejichž účast na daném společenském jevu je nejbližší a jeho závaznost lze chápat v dimenzi inter partes. V případě, že společenský vztah je z obecného hlediska natolik významný, že překročí hranici, kdy začne být považován za „pro společnost signifikantní“ nastupuje ingerence autoritativních institucí, reprezentovaných státem a v poslední době narůstající internacionalizace a globalizace i institucí mezinárodních, resp. nadnárodních.

Kapitálový trh, vzhledem ke svému významu při fungování společnosti, je systémem na jehož regulaci je eminentní zájem. Pro adekvátní naplňování jeho účelu je nezbytnou podmínkou vytvoření odpovídajícího rámce pro subjekty vystupující na kapitálovém trhu a vztahy vznikající mezi těmito subjekty a při činnosti těchto subjektů. V této souvislosti nacházejí uplatnění různé přístupy, které nevycházejí pouze z praktických potřeb, ale jsou podmíněny i historicky a kulturně. Konkrétní přístup k regulaci je výsledkem různých, leckdy protichůdných, tendencí. Nutno také zdůraznit, že regulaci je nutno chápat i jako dynamiku – proces, který reflektuje změny a nové požadavky; a tedy přístup, který zajišťoval

efektivnost kapitálového trhu v určitém období, se může ukázat jako vykazující mezery (které mohou působit destabilizačně), nebo zcela nefunkční ve změněných podmínkách.

Podnět k výběru dané problematiky se částečně kryje i s cíli diplomové práce; a není jím pouze aktuálnost problému doznívající finanční krize, která zasáhla oblast finančního a tedy i kapitálového trhu, ale především snaha zabývat se vzniklou situací s interdisciplinárním přesahem. Nabízí se otázka, jak je možné, že systém, který představuje bazálního zprostředkovatele realokace a transferu hodnot, který by logicky měl být zabezpečen systémem nejlepších pravidel, se může zhroutit s obdobnou lehkostí.<sup>1</sup> Při vytváření pravidel – regulaci je zdůrazňována potřeba komunikace mezi subjekty regulujícími a subjekty regulací podléhajícími, avšak tato dimenze problému zůstává spíše na úrovni diskuzí, než reálném vzájemném ovlivňování. Změny a případný finální přístup k regulaci jsou tak spíše výsledkem reakcí na krizové situace, nežli průběžným zdokonalováním. Převládá tedy princip překotné reakce na revoluci, namísto dlouhodobé a důsledně prováděné evoluce. Relativně opomíjenou je i skutečnost, že jevy týkající se kapitálového trhu, tedy včetně tvorby a následné aplikace pravidel, se neuskutečňují sterilně a mechanicky, ale jsou ovlivňovány lidským faktorem. V tomto směru považujeme za další důvod výběru tématu a jedním z cílů, snahu poukázat a zaměřit více pozornosti i na tuto oblast – sebelepší systém je neúčinný, pokud absentuje ochota jeho účastníků jej aplikovat, nebo se dlouhodobě obchází. K uvedeným společenským jevům nedochází „in vitro“ a nelze zapomínat na pravidlo, že úspěšnost celého systému je možné posuzovat pouze s ohledem na jeho nejslabší článek. Můžeme tedy shrnout, že cílem diplomové práce je postihnout regulaci na straně jedné právní, tj. reaktivní, realizovanou institucionálně (zabezpečovanou státní autoritou), na straně druhé reprezentovanou proaktivním přístupem samoregulace, který vychází především z etických hodnot; přístup psychologie, která představuje převodní mechanismus, to vše zasazeno do kontextu ekonomické reality a jejího přístupu k regulaci.

Výše nastíněná problematika je v diplomové práci zpracována ve čtyřech hlavních kapitolách.

Přiblížení a determinace finančního trhu, jakožto výchozího systému je obsahem první kapitoly. Zaměřuje se na obecné vymezení pojmu, subjektů, předmětu, postihuje základní vztahy. Součástí jsou i přístupy k dělení finančního trhu, zvláštní pozornost je věnována rozdělení na peněžní, kapitálový a devizový trh.

---

<sup>1</sup> Když mimo jiné od hospodářské krize ve třicátých letech je narůstající trend ingerence státu, jehož role a zásahy mají působit stabilizačně.

Druhá kapitola se věnuje vymezení kapitálového trhu, jakožto subsystému finančního trhu. Podává determinaci kapitálového trhu, objasňuje dimenze primární a sekundární trh, organizovaný a neorganizovaný trh, promptní a termínovaný trh. Vymezuje základní subjekty, z teoreticko-obecného pohledu je přiblížena burza, jakožto instituce, jejíž význam pro kapitálový trh je stěžejní. Objasněn není pouze pojmový koncept burzy, ale i historické souvislosti vzniku a následného vývoje, včetně mezinárodního institucionálního propojení, které je spojeno s globalizací. Blíže jsou rozebrány nejvýznamnější instrumenty, jakožto předmět kapitálového trhu. Po teoretickém vymezení finančního a kapitálového trhu, je v zájmu vytvoření si reálnější představy zařazena i samostatná podkapitola, která seznamuje s poměry kapitálového a v základních rysech i finančního trhu v podmínkách České republiky. Snahou je poukázat na rozdíly trhu v době jeho vzniku v roce 1993 a jeho aktuálním stavem. Samostatně je řešena také podkapitola, ve které se soustředíme na právní úpravu kapitálového trhu v České republice. Záměrem je podat přehled platné a účinné legislativy, s přihlédnutím i k integraci České republiky do evropských struktur.

První i druhá kapitola jsou zaměřeny na pochopení základního rámce, ve kterém se regulace uskutečňuje.

Těžiště diplomové práce je obsaženo ve třetí kapitole. Zaobírá se regulací z vybraných úhlů. Ačkoliv nenaplňujeme obecný trend holistického zkoumání jevů, snahou je dosáhnout alespoň určitého stupně interdisciplinárního přesahu k uchopení problematiky regulace – zvolenými obory jsou právo, ekonomie, etika a v omezené míře psychologie. Kapitola v úvodu podává bližší informace o subjektech, které na regulaci participují, ať již v pozici subjektu regulujícího, nebo subjektu stojícího na opačném pólu – regulovaného. Výklad se neomezuje pouze na Českou republiku; prostor je věnován i mezinárodním, resp. evropským institucím, jejichž činnost ovlivňuje prostředí českého kapitálového trhu. Reflektován je i vývoj kapitálového trhu s ohledem na regulaci v České republice; od vytvoření, resp. znovuoobnovení po přechodu z centrálně plánovaného na tržní hospodářství, nedostatků v počátcích, přes vytvoření nezávislých institucí až k finální integraci. Regulace, která je v širším významu chápána jako „usměrňování určitého jevu za účelem jeho zachování nebo změny“<sup>2</sup>; je rozebrána z pohledu právního – reglementací ze strany státu, mimoprávního – aktivitami samoregulujících institucí, které vycházejí z principů etiky. Dějinný vývoj prokázal nezbytnost regulace, není tedy již otázkou zda vůbec kapitálový trh regulovat, ale který přístup k regulaci preferovat, případně jaký vhodný

---

<sup>2</sup> Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0. s. 203.



poměr mezi přístupy zvolit. Výlučná regulace ze strany státu sebou nese riziko přeregulovanosti – přílišné svázanosti subjektů a činností na kapitálovém trhu, která může snižovat efektivitu. Regulace uskutečňovaná primárně samoregulačními institucemi může naopak postrádat autoritativnost a široce uplatnitelnou závaznost. Nutno brát v potaz i rovinu času – na „mladých“ trzích je samoregulace komplikována neustálením hodnot, kdy je upřednostňován rychlý zisk, před dlouhodobým řádným fungováním. Zatímco na zavedených kapitálových trzích, kde samoregulace má několika generační tradici, se může vytvářet odpor vůči pravidlům, která jsou „importována zvnějšku“. Psychologický rozměr diplomové práce má poukázat na skutečnost, že dané činnosti jsou ve značné míře ovlivňovány lidmi – hodnoty, které budou preferovány při vytváření pravidel a sama vůle stanovená pravidla následně dodržovat, nebo naopak porušovat nebo obcházet, jsou v konečném důsledku podmíněny člověkem a jeho osobností.

Samostatná kapitola je věnována přístupu ekonomie k regulaci – ekonomická výhodnost nebo vhodnost určité činnosti je neodmyslitelnou součástí zkoumání sociálních jevů. Součástí kapitoly je i snaha zvolené přístupy k regulaci uvést do vzájemných širších souvislostí, poukázat na možnosti vzájemného propojení, nebo alespoň nenarušující koexistence, poukázat na styčné body, ve kterých je efektivnější použití jednoho systému místo jiného, načrtnout oblasti kooperace a případné substituce jednotlivých přístupů.

S ohledem na zvolené metody, výše uvedené hlavní kapitoly, jsou zpracovány deskriptivním způsobem. Převládá analytické zaměření diplomové práce, syntézy jsou výsledkem deduktivního postupu.

Závěr nepodává pouze shrnutí, jeho smyslem je rovněž poskytnout představu o možném dalším využití. Diplomová práce je akcentována v teoretické rovině, v této kapitole je záměrem představit i alternativy praktického využití a narysovat možnosti posunu práce k syntézám založeným na empirickém zkoumání.

# 1. Finanční trh

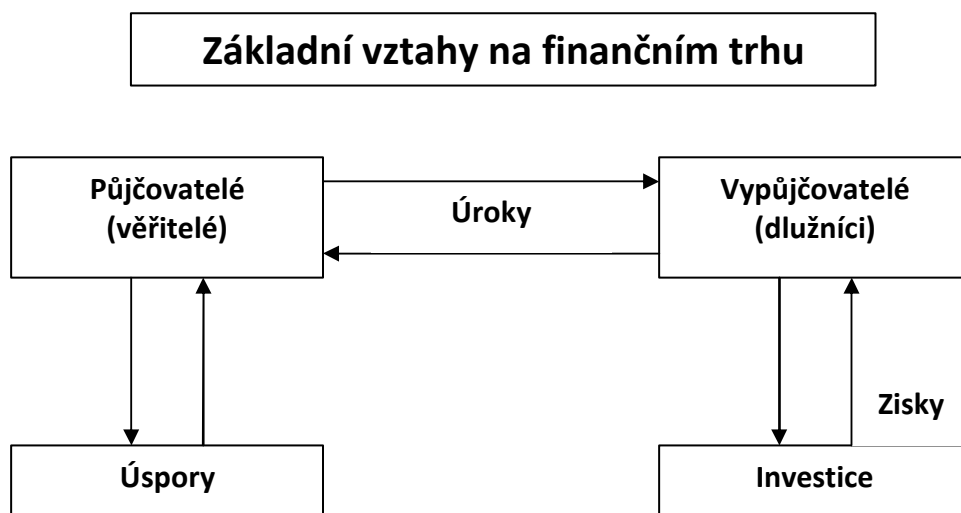
## 1.1 Pojem finančního trhu

Nejvhodnější přístup k determinaci významu pojmu finančního trhu vede přes jeho vysvětlení prostřednictvím jeho významu ve vědách ekonomických. Primární je uvědomění si, že jde o trh – tedy místo kde se střetává nabídka a poptávka v určitém čase a prostoru. Obecně lze rozlišit: *trh výrobních faktorů*, *trh zboží a služeb*, *trh finanční* – jehož předmětem jsou sekundárně peněžní prostředky. Podstatou následně je vzájemná interakce nabídky a poptávky a redistribuce peněžních prostředků mezi subjekty participujícími na daném trhu. Interakce probíhá mezi dvěma základními *subjekty*; kterými jsou na jedné straně subjekty, které disponují relativním přebytkem peněžních prostředků (které za účelem předpokládaného zhodnocení umísťují na finanční trh) – tzv. zapůjčovatelé, věřitelé, suficitní jednotky, investoři a na straně druhé subjekty, které v daném okamžiku trpí nedostatkem peněžních prostředků (přičemž jejich finální záměr je taktéž zhodnocení) – tzv. vypůjčovatelé, dlužníci, deficitní jednotky, příjemci investic, emitenti.<sup>3</sup> V této souvislosti je nutno mít na zřeteli, že dané rozdělení subjektů je nutno vnímat v časové podmíněnosti. Postavení subjektů není dáno absolutně, ale relativně s ohledem na jejich přebytkovost nebo naopak nedostatkovost v určitém relevantním okamžiku. Postavení vymezených (základních) subjektů se tedy může v průběhu času měnit a to i kontrapozičně. V této souvislosti je tedy nutno zdůraznit, že nejde o pouhou nabídku a poptávku, ale nabídku a poptávku v určitém čase. Uvedená interakce probíhá prostřednictvím institucí a instrumentů. *Instrumenty* rozumíme: „předměty obchodování na finančních trzích, jakési reprezentanty ztělesňující peněžní prostředky na finančním trhu nabízené a poptávané“.<sup>4</sup> Finanční instrumenty rozdělujeme na reálné finanční instrumenty (zastupují reálně existující věci movité a nemovité) a finanční investiční instrumenty (zastupují majetková práva). Schematické vysvětlení základních vztahů na finančním trhu podává obrázek č. 1.

<sup>3</sup> Bakeš, M., Karfíková, M., Kotáb, P., Marková, H. a kol.: *Finanční právo*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. 548 s. ISBN 978-80-7400-801-6.

<sup>4</sup> Bakeš, M., Karfíková, M., Kotáb, P., Marková, H. a kol.: *Finanční právo*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. 548 s. ISBN 978-80-7400-801-6. s. 423.

Obr. č. 1: Základní vztahy na finančním trhu



Pramen: Pavlát, V.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993.

Můžeme tedy shrnout, že finanční trh je „systém institucí a instrumentů zajišťující pohyb peněz a kapitálu ve všech formách mezi různými ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky“.<sup>5</sup> Finanční trh tak představuje nezastupitelný systém při redistribuci a alokaci peněžních prostředků, přičemž za hlavní funkci považujeme akumulaci, alokaci a mobilizaci finančních aktiv, zejména peněžních prostředků.

## 1.2 Dělení finančního trhu

K rozdělení finančních trhů je možné použít několik kritérií. Představíme zde alespoň základní přístupy.

Zvláštní pozornost je zapotřebí věnovat rozdělení podle časového horizontu, tj. doby splatnosti finančních aktiv, na:

- *peněžní trh* – charakteristickým rysem je značná likvidita a krátkodobost splatnosti, obvykle do jednoho roku,
- *kapitálový trh* – vyznačuje se střednědobostí, resp. dlouhodobostí. Splátlost je vždy delší než jeden rok.

<sup>5</sup> Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0. s. 201.

Neméně důležité je rozdělení z hlediska věcného na:

- *peněžní* – předmětem jsou půjčky, úvěry, vklady se splatností do jednoho roku, krátkodobé cenné papíry – pokladniční poukázky,<sup>6</sup> depozitní certifikáty,<sup>7</sup> komerční papíry,<sup>8</sup> směnky.<sup>9</sup>
- *kapitálový* – předmětem obchodování jsou investiční cenné papíry, především akcie a dluhopisy, cenné papíry kolektivního investování a finanční deriváty,<sup>10</sup>
- *devizový* – předmětem obchodu na devizových trzích jsou devizové hodnoty cizích států, tedy bezhotovostní cizí (zahraniční) platební prostředky, v podobě vkladů na účtech v cizí měně. Podstatou je obchodování s měnami jednotlivých států a na základě této směny se odvozuje devizový kurz. V současné době označován též jako Forex, který funguje jako mezibankovní elektronický OTC trh. Principem je směna základních a vedlejších měnových párů (např. USD/EUR), přičemž cena se odvíjí od aktuálního měnového kurzu,
- *komoditní* – obecně jsou předmětem obchodu komodity a komoditní deriváty.<sup>11</sup> Jako segment finančního trhu se vztahuje k oblasti, která se dotýká trhu s drahými kovy.<sup>12</sup> Významné postavení v této oblasti má americký NYMEX, kde se obchoduje platina a palladium – konkrétně na NYMEX Division. Zlato a stříbro se obchoduje v rámci divize COMEX. Od srpna 2008 jsou obě divize členy CME Group.<sup>13</sup> Cenné papíry, které mají předmět aktiva komoditu, musí být převoditelné, vystupují v podobě warrantů,<sup>14</sup> futures, forwardů, opcí i swapů.

<sup>6</sup> Pokladniční poukázky – jsou cenné papíry vydávané ke krytí schodku státního rozpočtu, s dobou splatnosti několika týdnů. Vzhledem k jejich emitentovi jsou považovány za vcelku bezrizikové.

<sup>7</sup> Depozitní certifikáty – jsou cenné papíry vydávané komerčními bankami s cílem opatřit krátkodobé zdroje, doba splatnosti nepřevyšuje 12 měsíců.

<sup>8</sup> Komerční papíry – jsou vlastní směnky vydávané velkými finančními společnostmi, s dobou splatnosti mezi jedním až 270 dny.

<sup>9</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9.

<sup>10</sup> Blíže viz s. 19 (2. 3 Předmět kapitálového trhu).

<sup>11</sup> § 2 odst. 1 zák. č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách.

<sup>12</sup> Jílek, J.: *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.

<sup>13</sup> Celá skupina zahrnuje: NYMEX, COMEX, CME a CBOT.

<sup>14</sup> Warranty – představují právo nakoupit, nebo prodat přesně určené cenné papíry, komodity apod. za předem stanovenou cenu v pevně stanovenou dobu. V případě, že se držitel warrantu rozhodne své právo (jde o právo nikoliv povinnost) uplatnit, je druhá strana povinna cenný papír nebo komoditu prodat nebo koupit za předem stanovenou cenu ve stanoveném čase.

Z hlediska teritoriálního, ačkoliv s ohledem na globalizaci a vytváření mezinárodního (celosvětového) trhu, postupně ztrácí toto rozdělení na významu, lze finanční trhy členit na:

- *regionální* – od 70. let 20. století dochází k jejich koncentraci a podřízení nejvýznamnější burze v dané zemi,
- *národní* – obchodovány jsou cenné papíry emitované emitenty dané země v národní měně, pravidla určuje národní regulátor,
- *mezinárodní* – vyvinul se z národních trhů, jejich vznik souvisí s rozšířením investic do cenných papírů podniků; kapitál překračuje hranice a slouží v mezinárodním měřítku:
  - *zahraniční* – obchodovány jsou cenné papíry zahraničních emitentů, avšak v měně země, ve které se obchod uskutečňuje. Pravidla stanovuje národní regulátor,
  - *eurotrhy* – obchodované cenné papíry jsou denominovány v euroměnách, bez ohledu na měnu země, ve které se obchodují.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9. s. 41.

## 2. Kapitálový trh

### 2.1 Pojem kapitálového trhu

Kapitálový trh je subsystémem širšího pojmu finanční trh. Kapitálový trh je determinován jako „systém institucí a instrumentů zajišťujících pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu mezi ekonomickými subjekty prostřednictvím různých forem cenných papírů“.<sup>16</sup> Střednědobost a dlouhodobost souvisí s formou cenných papírů – jejich případné zhodnocení nastává až v delším časovém horizontu; z hlediska teorie, je významné, že jde o instrumenty s dobou splatnosti delší než jeden rok. S ohledem na formu cenných papírů, se nejčastěji setkáváme s trhy *úvěrových cenných papírů*, které představují závazek (dluh) emitenta vůči majiteli cenného papíru. Tyto cenné papíry mají přesně stanovenou dobu splatnosti, kdy dlužník vrací vypůjčenou částku majiteli cenného papíru. Kromě zpětného získání nominální hodnoty, která je vytištěna na úvěrovém cenném papíru, získává investor během držení papíru úroky, které pro investora znamenají výnos z investice. Tyto úroky se především odvíjejí od nominální hodnoty a splatnosti cenného papíru. Na rozdíl od majetkových cenných papírů nejsou s vlastněním těchto papírů spojena práva na řízení společnosti a investor nemůže ovlivňovat provoz dané společnosti, která je emitovala. V praktické rovině jde především o dluhopisy.<sup>17</sup> Jinou možností jsou *majetkové cenné papíry*<sup>18</sup> (nesou právo na určité množství majetku emitenta) – především akcie<sup>19</sup> a podílové listy.<sup>20</sup>

Likvidita instrumentů je vzhledem k střednědobé až dlouhodobé splatnosti nízká, s obchodováním je spojeno vyšší riziko, které je však kompenzováno vyšším ziskem.

---

<sup>16</sup> Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0. s. 201.

<sup>17</sup> Blíže viz s. 18 (2.3 Předmět kapitálového trhu).

<sup>18</sup> V této souvislosti viz také § 1 odst. 1 zák. č. 591/1992 Sb. o cenných papírech.

<sup>19</sup> Blíže viz s. 18 (2.3 Předmět kapitálového trhu).

<sup>20</sup> Blíže viz s. 19 (2.3 Předmět kapitálového trhu).

## 2. 2 Dělení kapitálové trhu

Také kapitálový trh, lze s ohledem na vybrané charakteristiky rozčlenit. Základní přístup představuje dělení:

- podle charakteru (pořadí) prodeje:
  - primární,
  - sekundární,
- podle úrovně organizovanosti trhu:
  - organizované,
  - neorganizované,
- podle formy vztahu mezi uzavřením obchodu a jeho faktickou realizací a vypořádáním:
  - promptní,
  - termínované,
- podle charakteru osob, které se účastní obchodování na příslušném segmentu finančního trhu:
  - burzovní,
  - mimoburzovní,
  - bankovní,
  - mezibankovní,
  - mimobankovní,
  - mezipodnikové,
- z hlediska nástrojů finančního trhu:
  - úvěrové,
  - trhy cenných papírů,
  - trhy devizové.

### 2. 2. 1 Primární a sekundární trh

V souvislosti s kapitálovým trhem se rozlišuje primární a sekundární trh. *Primární trh* je spojen s prvotní emisí cenných papírů. Cílem je získání nového finančního kapitálu – tedy subjekt deficitní nabývá coby prvonabyvatel cenný papír od subjektu deficitního. V rámci

obchodování na primárním trhu, je emitent obeznámen s osobou (investorem), která nakupuje cenný papír a může tento výběr ovlivnit. Obchodování má ráz investice. Za základní funkci můžeme tedy považovat „aktivizaci dočasně volných peněžních prostředků a jejich alokaci tam, kde jsou schopny se maximálním efektem zhodnotit.“<sup>21</sup> Na *sekundárním trhu* se obchodují cenné papíry již emitované. Podstatou je převod cenného papíru mezi subjekty suficitními (investory) – výsledkem je změna majitele cenného papíru. Obchodování má ráz spekulace. Cílem není vyčkat do doby splatnosti cenného papíru, nebo uplatňovat práva s ním spojená, ale dosažení zisku, prostřednictvím jeho opakovaného nákupu a prodeje v závislosti na jeho aktuálním kurzu (cena). Stanovení a pohyb ceny cenného papíru v rámci obchodů na sekundárním trhu zpětně ovlivňuje i primární trh – působí při určování ceny dalších (příštích) emisí emitenta, jehož cenné papíry jsou předmětem transakcí na sekundárním trhu. Z pohledu emitenta je obchod na sekundárním trhu mimo jeho kontrolu.

## 2. 2. 2 Organizovaný a neorganizovaný trh

Rozdělení souvisí s úrovní organizovanosti trhu. V rámci pojmového aparátu, se pro organizovaný trh užívá i označení veřejný, resp. regulovaný trh. V České republice, v souvislosti s přijetím ZPKT,<sup>22</sup> byl výraz veřejný trh nahrazen výrazem regulovaný trh, přičemž obsahově zůstává obdobný. Veřejný trh byl původně spojován s trhem, který podléhá veřejnému dohledu (ve smyslu dohledu státní autority). Charakteristickými znaky *regulovaného trhu* jsou:<sup>23</sup>

- pravidelnost obchodování,
- stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování,
- pravidla obchodování na regulovaném trhu,
- pravidla přístupu na regulovaný trh.

Pro srovnání, Dědič<sup>24</sup> jako charakteristické znaky veřejného trhu uvádí:

- organizovanost trhu osobou, která získá k organizování trhu povolení,
- standardizovanost obchodních podmínek,

<sup>21</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9. s. 24.

<sup>22</sup> Část pátá, hlava I: Organizátor regulovaného trhu ZPKT.

<sup>23</sup> Bakeš, M., Karfíková, M., Kotáb, P., Marková, H. a kol.: *Finanční právo*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. 548 s. ISBN 978-80-7400-801-6. s. 438.

<sup>24</sup> Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0. s. 203.



- pravidelnost konání trhu v určeném místě a stanoveném čase,
- předmět obchodu – pouze veřejně obchodovatelné investiční instrumenty,
- stanovování a vyhlásování kurzů,
- zajištění vypořádání závazků z obchodu uzavřeného na veřejném trhu osobou odlišnou od organizátora veřejného trhu.

Jádrem rozlišení veřejného a neveřejného trhu ve světle současné terminologie je možnost participace na obchodování „blíže neurčeného a předběžnými podmínkami neomezeného počtu subjektů“<sup>25</sup> (byť prostřednictvím obchodníků s cennými papíry), nebo nikoliv.

Organizovaný trh se uskutečňuje nejčastěji prostřednictvím burzy cenných papírů, neorganizovaný se uskutečňuje prostřednictvím mimoburzovních trhů – tzv. „OTC“ trzích („over-the-counter“), nebo specifických elektronických trzích. V České republice RM-Systém, v celosvětovém měřítku významný NASDAQ. Organizovaný trh je charakterizován přítomností osoby organizátora trhu, který svým dohledem zabezpečuje správnost zde uskutečněného obchodu, včetně jeho vypořádání. Další významný rozdíl tkví v možnosti resp. nemožnosti přímé participace jednotlivce (investiční veřejnosti) na obchodování. Možnost obchodovat na organizovaném trhu je dána obchodníkům s cennými papíry a dalším subjektům, které splní podmínky k obchodování (stanovené konkrétní burzou) – veřejnost tedy neobchoduje přímo, ale zprostředkovaně.

### 2. 2. 3 Promptní a termínovaný trh

Uvedené rozdělení reflektuje formu vztahu mezi uskutečněním obchodu a jeho vypořádáním. Obchod a jeho vypořádání uzavřený na *promptním trhu* se časově shoduje, vzhledem k vypořádacím systémům je však nutné počítat s určitým časovým posunem – den, případně několik dnů. Plněno je tedy alespoň v teoretické rovině bez zbytečného odkladu. *Termínový trh* je trh na kterém dochází k uzavírání termínových kontraktů, tedy dohodě o obchodu, jehož plnění proběhne v budoucnu. Plnění v rámci termínových obchodů je z hlediska časového posunuto. Důvodem je charakter obchodů, jejichž principem je snaha odhadnout vývoj kurzu instrumentu v budoucnu.

---

<sup>25</sup> Bakeš, M., Karfíková, M., Kotáb, P., Marková, H. a kol.: *Finanční právo*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. 548 s. ISBN 978-80-7400-801-6. s. 438.

Doba mezi uzavřením a vypořádáním obchodu se zpravidla vyjadřuje zápisem v podobě: promptní trh –  $T + 0$  (kde „ $T$ “ označuje okamžik uzavření obchodu); termínový trh –  $T + X$  (kde „ $X$ “ označuje počet dnů po uzavření obchodu).

Pokud jde o skladbu obchodů, pro promptní trhy jsou charakteristické efektivní obchody, jejichž podstatou je skutečný nákup nebo prodej instrumentu; termínované trhy jsou především spjaty s diferenčními obchody, které se vyznačují snahou získat cenový rozdíl, který se předpokládá v rámci zhodnocení instrumentu v určitém časovém horizontu.<sup>26</sup>

## 2.3 Předmět kapitálového trhu

K objasnění kapitálového trhu je nezbytné vymezit i jeho předmět. Předmětem jsou investiční nástroje (instrumenty), které na kapitálovém trhu zastupují peněžní prostředky. Výčet investičních nástrojů podává § 3 odst. 1 ZPKT:

- *investiční cenné papíry*<sup>27</sup> – rozumíme jimi cenné papíry, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu.<sup>28</sup> Představují podskupinu cenných papírů, přičemž cenným papírem rozumíme listinu označenou takto zákonem, s níž jsou subjektivní práva a povinnosti spojena takovým způsobem, že bez listiny nemohou vzniknout ani být uplatněna či převedena. Nejčastěji v souvislosti s kapitálovým trhem se z této skupiny uplatňují:
  - *akcie*<sup>29</sup> – cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti,<sup>30</sup>
  - *dluhopisy*<sup>31</sup> – zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit,<sup>32 33</sup>

<sup>26</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9.

<sup>27</sup> § 3 odst. 1 písm. a) ZPKT.

<sup>28</sup> § 3 odst. 2 ZPKT.

<sup>29</sup> § 3 odst. 2 písm. a) ZPKT.

<sup>30</sup> § 155 zák. č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

<sup>31</sup> § 3 odst. 2 písm. b) ZPKT.

<sup>32</sup> § 2 zák. č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.

<sup>33</sup> Vzhledem k aktuálně připravovaným změnám, se má v kontextu českého práva za dluhopis nadále považovat pouze dluhopis vydaný podle českého práva, odpadnout má také nutnost schválení emisních podmínek ČNB a zrušení výčtu osob oprávněných vydávat dluhopisy (MF: Důvodová zpráva k návrhu zákona na novelizaci právní úpravy dluhopisů předložená 03. 06. 2011. Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova\\_zprava\\_Novelizace\\_zakon\\_o\\_dluhopisech\\_MF\\_20110603\\_MPR.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Duvodova_zprava_Novelizace_zakon_o_dluhopisech_MF_20110603_MPR.pdf), cit. 25. 6. 2011.).

- *cenné papíry kolektivního investování*<sup>34</sup> – kolektivní investování definujeme jako podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků upisováním akcií investičního fondu nebo vydáváním podílových listů podílového fondu, investování na principu rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku.<sup>35</sup>

V této souvislosti je tedy nutno vymežit:

- *podílový list* – je cenným papírem, který představuje podíl podílníka na majetku v podílovém fondu a se kterým jsou spojena další práva vyplývající ze zákona o kolektivním investování a ze statutu podílového fondu,<sup>36</sup>
- *nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu*<sup>37</sup> (*nástroje peněžního trhu*),<sup>38</sup>
- *finanční deriváty*<sup>39</sup> – jejich nástup nastává v 70. letech dvacátého století. Již z názvu je zřejmé, že se jedná o instrumenty, které jsou odvozeny od jiného, tzv. bazického (resp. podkladového) instrumentu. Dalším charakteristickým rysem je termínovanost. Původně vznikaly jako prostředek zajištění před nestabilitou trhu. Principem je smluvní ujednání stran, kdy podmínky kontraktu jsou závazně domluveny a stanoveny v momentě uzavření obchodu, zatímco plněno se realizuje až po sjednané době.<sup>40</sup> Finanční deriváty „představují obecně právo, resp. povinnost na nákup nebo prodej v určitém čase určitého finančního instrumentu běžně obchodovaného na trhu“.<sup>41</sup> Výhodou derivátů je tzv. pákový efekt, který umožňuje nabýt práva k podkladovému instrumentu s velmi nízkými náklady. Vzhledem k jejich rostoucímu významu a oblibě v obchodních kruzích, uvádíme alespoň nejdůležitější z nich:
  - *opce* – podstatou je právo majitele opce požadovat po poskytovateli opce, aby podkladový instrument během nebo po skončení smluvené doby za předem smluvenou cenu koupil nebo prodal, a tomu odpovídající povinnost poskytovatele opce prodat nebo koupit majiteli opce podkladový instrument za výše uvedených podmínek. Postavení stran je asymetrické, majitel má možnost volby, zda své právo uplatní,

<sup>34</sup> § 3 odst. 1 písm. b) ZPKT.

<sup>35</sup> § 2 odst. 1 písm. a) ZKI.

<sup>36</sup> § 8 ZKI.

<sup>37</sup> Bliže viz s. 12 (1. 2 Dělení finančního trhu).

<sup>38</sup> § 3 odst. 1 písm. c) ZPKT.

<sup>39</sup> § 3 odst. 1 písm. d) až k) ZPKT.

<sup>40</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9.

<sup>41</sup> Bakeš, M., Karfíková, M., Kotáb, P., Marková, H. a kol.: *Finanční právo*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. 548 s. ISBN 978-80-7400-801-6. s. 428.

- *futures* – představují pevnou dohodu mezi smluvními partnery, kdy jedna strana má právo prodat (a druhá strana tomu odpovídající povinnost koupit), podkladový instrument za předem smluvenou cenu k pevně stanovenému termínu,
- *swapy* – představují dohodu mezi stranami (tzv. swapoví partneři) o budoucí směně zejména úrokových sazeb,
- *forwardy* – jsou podobné futures, hlavní rozdílem je míra standardizace – forwardy nemohou být obchodovány na regulovaných trzích.

## 2. 4 Subjekty kapitálového trhu

Termín subjekt se v souvislosti s kapitálovým trhem objevuje v § 1 zák. č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu v rámci ustanovení o předmětu úpravy: „Tento zákon upravuje působnost a pravomoci České národní banky při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem a stanoví některá práva a povinnosti subjektů, které na tomto trhu působí.“ V souvislosti s kapitálovým trhem se v našem právním kontextu užívá označení *účastník kapitálového trhu*, jehož demonstrativní výčet poskytuje § 5 odst. 3 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu:

- poskytovatelé služeb na kapitálovém trhu,
- investor na kapitálovém trhu,
- emitent cenných papírů,
- osoby zavázané z těchto cenných papírů,
- vlastník cenných papírů,
- emitent a vlastník jiného investičního nástroje.

### 2. 4. 1 Poskytovatelé služeb na kapitálovém trhu

S ohledem na § 5 odst. 2 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu se za poskytovatele služeb na kapitálovém trhu považují:

- obchodník s cennými papíry,
- zahraniční obchodník s cennými papíry, který poskytuje na území České republiky investiční služby prostřednictvím pobočky,

- osoba provádějící přijímání a předávání pokynů týkajících se investiční nástrojů za podmínek stanovených zvláštním zákonem,
- institucionální investor,
- depozitář,
- organizátor regulovaného trhu – burza,
- osoba provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry,
- centrální depozitář,
- Česká národní banka v rozsahu vedení evidence cenných papírů.

#### 2. 4. 1. 1 Burza

Výraz burza<sup>42</sup> je spojen s užíváním v kontinentální Evropě. Naproti tomu v anglosaském prostředí je užíván výraz „Exchange“ – který se váže k historicky prvnímu předmětu obchodu – směnce.<sup>43</sup> Z etymologického hlediska přichází v úvahu několik možných přístupů k vysvětlení.<sup>44</sup> První (jehož výklad sahá nejdále do historie) pracuje s myšlenkou, že původ slova burza lze odvodit z řeckého „Βουρσα“, tj. kupecký měšec. Druhá možnost vysvětluje původ ze středověkých kupeckých kolejí, které se nazývaly „bursae“. Třetí možný přístup je spojen s rodinou Van der Bourse z Brugg, v jejímž domě se konala setkání obchodníků. Druhý a třetí přístup je spjat již s dobou a charakterem obchodů, které jsou postupně pro burzu typické. Pavlát<sup>45</sup> uvádí pouze třetí možnost – tedy odvození od Van der Bourse (nutno však připomenout, že i ve znaku této bankéřské rodiny figuroval měšec).

Pojem burza slouží k označení „zvláštního druhu shromáždění obchodníků, na nichž se uskutečňovala koupě a prodej zboží, které nebylo na trhu fyzicky přítomno“.<sup>46</sup> Na obsah pojmu burze lze nahlížet z několika úhlů (podle toho, který charakteristický rys budeme považovat za stěžejní). Dědič<sup>47</sup> uvádí následující možné přístupy:

- burza jako místo, kde se obchoduje,
- burza jako schůzka obchodníků,

---

<sup>42</sup> Německy „Börse“, francouzsky „Bourse“, italsky „Borsa“, holandsky „Beurs“.

<sup>43</sup> Dědič, J.: *Burza cenných papírů a komoditní burzy*. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9.

<sup>44</sup> Dědič, J.: *Burza cenných papírů a komoditní burzy*. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9.

<sup>45</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9.

<sup>46</sup> Dědič, J.: *Burza cenných papírů a komoditní burzy*. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9. s. 17.

<sup>47</sup> Dědič, J.: *Burza cenných papírů a komoditní burzy*. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9. s. 17.

- burza jako forma trhu,
- burza jako právnická osoba organizující trh.

S ohledem na výše uvedená zaměření, můžeme rozlišit pojetí *ekonomické* a *právní*.

Z pohledu ekonomie rozumíme burzou zvláštní formu trhu, jehož charakteristickými znaky jsou:

- zvláštní organizovanost tohoto trhu, zpravidla k tomu účelu zřízenou právnickou osobou,
- osobní omezenost trhu jen na určité subjekty,
- omezenost předmětu trhu jen na zboží o velkých objemech, zastupitelně a připuštěné na tento trh,
- fyzická nepřítomnost zboží, které je předmětem obchodu, na tomto trhu,
- trh, který se pravidelně opakuje na určitém místě,
- trh, jehož podmínky jsou standardizovány,
- trh, který je postaven pod státní dohled.<sup>48</sup>

Právní pojetí akcentuje skutečnost, že jde o trh, který organizuje k tomu zřízená právnická osoba.<sup>49</sup>

Z hlediska funkcí, které burza plní v rámci tržních vztahů, můžeme uvést funkci:

- tržní – zabezpečování velkých objemů obchodů s cennými papíry, stanovení kurzů cenných papírů, zajišťování likvidity,
- konsolidační – konsolidace krátkodobých dluhů bank,
- vyrovnávání vztahů mezi úsporami a investicemi,
- selekční – výběr úspěšných emitentů.<sup>50</sup>

Z pohledu systémového fungování burzy, rozlišujeme segmenty:

- obchodování,
- vypořádání,
- informační,
- regulační,
- kontrolní.<sup>51</sup>

---

<sup>48</sup> Dědič, J.: *Burza cenných papírů a komoditní burzy*. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9. s. 18.

<sup>49</sup> Dědič, J.: *Burza cenných papírů a komoditní burzy*. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9. s. 18.

<sup>50</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9. s. 33.

<sup>51</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9. s. 33.

S rozvojem obchodu a řemesel dochází ke koncentraci obchodníků, vytvářejí se kupecká kolégia a následně i organizovanější centra obchodu, jako např. v italské Lucce, Benátkách, Janově, Florencii a Paříži ve 12. století.

Období, které lze vymezit léty 1409 až 1531, souvisí s úspěchem a rozmachem obchodu ve středověkých Bruggách,<sup>52</sup> který podněcoval obchodní transakce nového druhu. S rokem 1409 je spojen vznik první „protoburzy“ v Bruggách. Postupně obchodní a politický vliv Brugg<sup>53</sup> upadá a centrum aktivit se přesouvá do Antverp, kde v roce 1460 vzniká první burza. Dále v průběhu 15. a 16. století s ohledem na rozvoj hospodářství dochází k zakládání burz ve všech státech západní Evropy. V této souvislosti je zajímavé si uvědomit, že Evropa s ohledem na všeobecnou znalost latiny ve vyšších, resp. učených kruzích představovala jazykově homogenní prostředí. Tyto první schůzky obchodníků měly neformální charakter – postrádaly organizaci ze strany jakékoliv nadřízené autority, chyběla i pravidelnost setkávání a vzhledem k volnému přístupu na burzu, nebylo ani možné posoudit solventnost případného obchodního partnera.<sup>54</sup> Zvýšení organizovanosti souvisí s přenosem aktivit z otevřeného prostoru do postupně budovaných, zvláštních burzovních domů – v Antverpách právě v roce 1531.

Následující etapa, vymezena léty 1531 až 1631, je spojena s burzovnictvím především v Nizozemí. Rok 1608 je rokem vzniku amsterdamské burzy. Charakteristické je, že burzy se vytvářejí na členském principu – osobě, která se finančně podílela na stavbě budovy, byl umožněn i přístup k obchodování. Tímto způsobem dochází i k postupné eliminaci nesolventních osob. Osoby, které jsou členy, si zároveň vytvářejí závazná pravidla obchodování. Prvotní organizace burz tak souvisí s principem samoregulace. K dalšímu rozvoji burz a tvorbě nových předmětů (instrumentů)<sup>55</sup> burzovního obchodu dochází s rozvojem zámořských objevů. Rok 1631 je považován za mezník, kterým začíná období moderních burz – rozvinuly se zde techniky burzovních obchodů a burzovní spekulace.

Dominantní postavení zastávali v průběhu 17. a 18. století burzy nizozemské. Postupně se však centrum finančnictví přesouvá do Anglie. Londýn se následně na počátku 19. století stává hlavním světovým centrem v oblasti úvěru i obchodování s cennými papíry. S nastupující průmyslovou revolucí dochází k rozvoji a rozšíření, resp. expanzi nových forem obchodních společností, které se vyznačují značnou akumulací kapitálu.<sup>56</sup> K rozvoji volné

<sup>52</sup> Např. od r. 1277 stálá přítomnost Janova, od r. 1314 Benátek.

<sup>53</sup> Především z důvodu zanášení kanálu Zwin a ztrátě přístupu k moři.

<sup>54</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9.

<sup>55</sup> Především dluhového a majetkového charakteru.

<sup>56</sup> Akciové společnosti, ale i různé fondy.

konkurence přispěl i vznik mezinárodního devizového trhu, což koncem 19. století podpořilo rozvoj moderních burz v Evropě a Americe. Období expanze kapitálových trhů je přerušeno až první světovou válkou, kdy se zhroutil zlatý standard, následované světovou hospodářskou krizí v letech 1929 – 1933.

Stabilizace nastala až po druhé světové válce v souvislosti s Bretton Woodskou dohodou<sup>57</sup> a vázáním zahraničních měn na americký dolar a zlato. Systém vytvořený na této konferenci byl opuštěn až v 70. letech.<sup>58</sup> Evropský kapitálový trh byl podmíněn potřebami poválečné rekonstrukce. Obnovení normálního chodu evropských burz trvalo řadu let, v zemích, které se dostaly do sovětské sféry vlivu, se burzovní činnost neobnovila, nebo zanikla. Od konce 50. let dochází ke vzniku eurotrhu. Na rozdíl od Evropy, kapitálový trh ve Spojených státech rostl,<sup>59</sup> zvyšoval se počet investičních společností a investičních fondů, i přes některé problémy se rozvíjel zájem o zahraniční investice (evropské a japonské).

Významný mezník poté nastává v 70. a 80. letech,<sup>60</sup> kdy dochází ke snižování významu lokálních burz, objevují se nové druhy termínovaných obchodů – především finanční opce a futures, dochází k elektronizaci a automatizaci<sup>61</sup> – využití počítačových systémů přináší zlepšení kontroly, a to nejen ze strany burz ale i orgánů dohledu. Nebývalý rozmach kapitálového trhu, který započal v 90. letech 20. století, byl zastaven až finanční krizí, která měla svůj původ v hypoteční krizi ve Spojených státech, a rychle nabyla globálního rozměru. V současné době se situace na kapitálovém trhu relativně stabilizovala, výrazný je přechod myšlení – od deregulace k regulaci.

S postupným vznikem burz i v rozvojových zemích a obecnými globalizačními tendencemi dochází ke spolupráci na mezinárodní úrovni a v roce 1961 ke vzniku Mezinárodní federace burz cenných papírů. FIBV se soustřeďuje na usnadnění obchodu mezi burzami jednotlivých zemí, vytváření důvěryhodného prostředí, ochranu investorů, prohlubování informovanosti. Mezi základní cíle zakotvené v jejím statutu patří: podporovat užší spolupráci mezi členskými burzami přispívat k rozvoji trhů s cennými papíry v zájmu jak emitentů, tak investorů, spolupracovat s národními a mezinárodními organizacemi.<sup>62</sup> V evropském kontextu vznikla v roce 1974 Federace burz Evropských společenství,

<sup>57</sup> Breton Woodskou dohodou byly založeny i Mezinárodní měnový fond (IMF) a Mezinárodní banka pro rekonstrukci a rozvoj (IBRD).

<sup>58</sup> Kingstonské měnové dohody (1976).

<sup>59</sup> Vyjma období krize dolaru (1958-1962).

<sup>60</sup> V této souvislosti viz také s. 69 (3. 4. 1 Deregulace)

<sup>61</sup> Mízi klasické „parketové“ burzy.

<sup>62</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN 80-85424-90-8. s. 216.

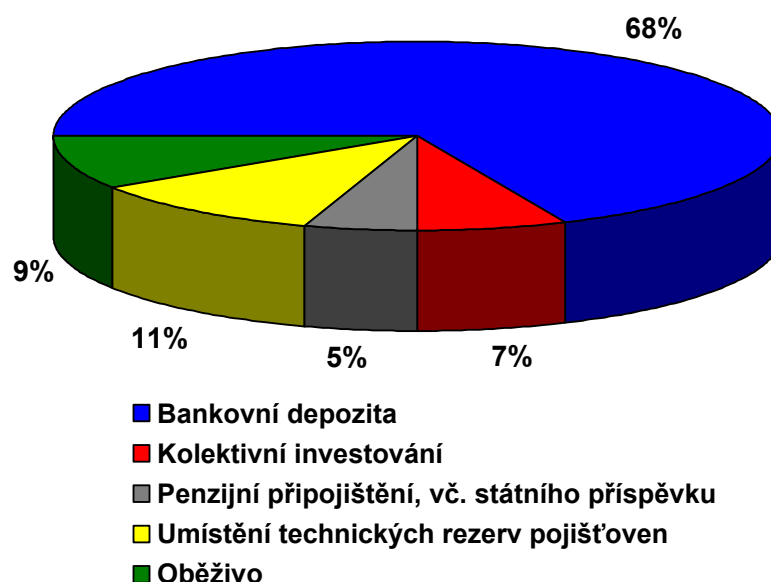


v současné době tzv. Federace evropských burz (FESE). Členy jsou národní federace burz cenných papírů jednotlivých členských států, významná je její kooperace s Komisí.<sup>63</sup>

## 2.5 Kapitálový trh v České republice

Objem prostředků, které je možno využít k investicím na finančním trhu činil v roce 2009 3 628 mld. Kč. Meziročně se tak navýšily o 5,8% (nižší růst oproti obecnému ukazateli zaznamenal segment kolektivního investování, kde nárůst představoval 3,9%). Úspory domácností, které byly ze 70% uloženy do bankovního systému, vzrostl o 8,3%.<sup>64</sup> Celkovou strukturu prostředků použitelných na finančním trhu znázorňuje graf. č. 1.

Graf. č. 1: Prostředky použitelné na finančním trhu v roce 2009



Pramen: MF ČR: Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2009.

V roce 1993 na českém kapitálovém trhu působilo více než 200 obchodníků s cennými papíry.<sup>65</sup> Oproti tomu se struktura subjektů figurujících na finančním trhu

<sup>63</sup> Bliže viz <http://www.fese.be/en/>.

<sup>64</sup> MF: Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2009. Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Zprava\\_o\\_vyvoji\\_FT\\_v\\_roce\\_2009\\_pdf.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Zprava_o_vyvoji_FT_v_roce_2009_pdf.pdf), cit. 2. 3. 2011.

<sup>65</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálový trh České republiky 1993-1994*. Praha: Magnet-Press, 1994. 349 s. ISBN 80-85847-30-2.

v posledních několika letech ustálila, a nevykazuje přílišné změny. Přehled subjektů poskytujících služby na finančním trhu podává tab. č. 1.

Tab. č. 1: Počty vybraných subjektů poskytujících služby na finančním trhu

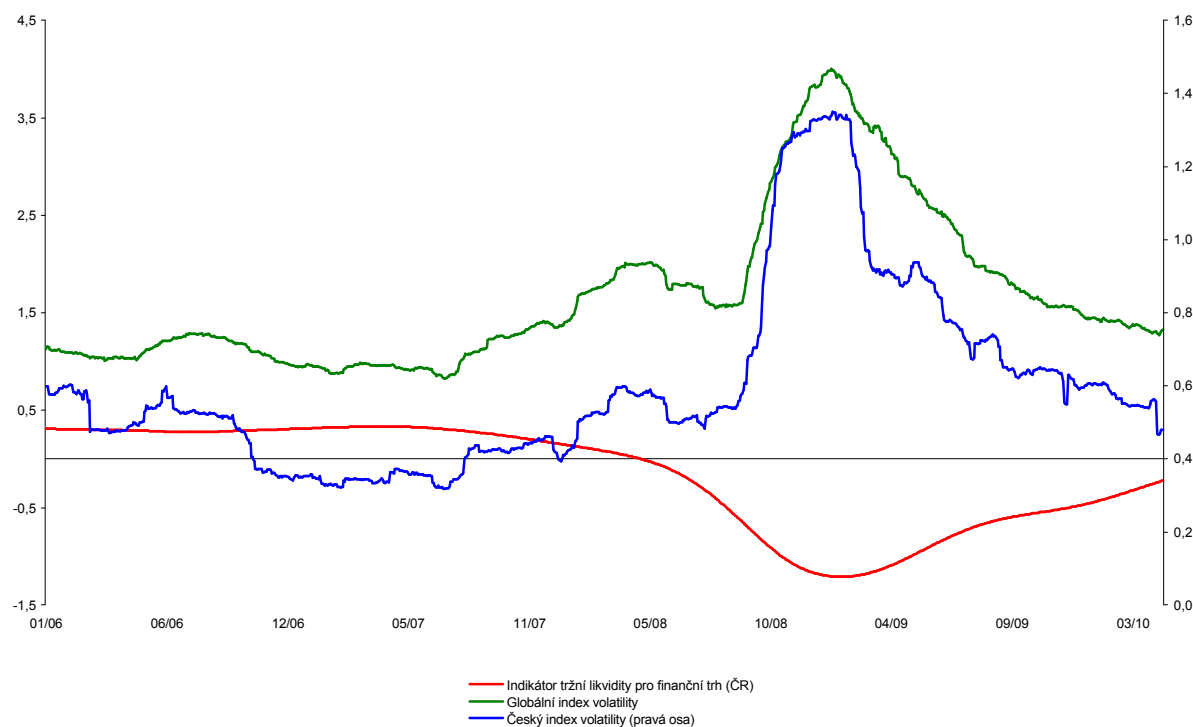
k 31. 12.	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Banky</b>	36	37	37	37	39
z toho pobočky zahr. bank	12	13	14	16	18
z toho stavební spořitelny	6	6	6	5	5
<b>Družstevní záložny</b>	20	20	19	17	17
<b>Obchodníci s CP</b>	51	46	44	38	39
<b>Investiční fondy</b>	0	0	7	16	25
<b>Investiční společnosti</b>	9	13	18	19	22
<b>Otevřené podílové fondy</b>	65	77	121	142	139
z toho speciální OPF	41	51	83	101	103
z toho standardní OPF	24	26	38	41	36
<b>Zahraniční fondy/podfondy</b>	1 038	1 282	1 499	1 596	1 480
z toho na zákl. jednotné evr. licence	1 025	1 271	1 479	1 569	1 453
z toho speciální fondy	13	11	20	27	27
<b>Investiční zprostředkovatelé</b>	8 400	10 600	13 370	12 870	9 100
<b>Penzijní fondy</b>	11	11	11	10	10
<b>Pojišťovny</b>	45	49	52	53	52
z toho pobočky zahr. pojišťoven	12	16	18	17	16
<b>Zajišťovny</b>	0	0	0	1	1
<b>Pojišťovací zprostředkovatelé</b>	35 300	50 100	67 500	86 230	105 980

Pramen: MF ČR: Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2009.

S přelomem roku 2008/2009, kdy důsledky finanční krize se naplno projevíly v našem hospodářství, byla spojena stagnace a pokles investic v oblasti kapitálového trhu, kdy investoři preferovali spíše držbu hotovostních prostředků. Toto období je možné charakterizovat pokračující nestabilitou a s tím související nejistotou investorů. Projevem je i důslednější výběr protistrany. Ve druhé polovině roku 2009 dochází k postupné stabilizaci

předešlého období hospodářské recese, avšak především v důsledku subvenčních a stimulačních programů.<sup>66</sup> K uvedené problematice viz graf. č. 2.

Graf. č. 2: Vývoj volatility a likvidity na finančních trzích



Pramen: ČNB: Zpráva o finanční stabilitě 2009/2010.

Faktorem, který výrazně ovlivňoval cenu instrumentů, byly informace o stavu finanční krize a jejím dopadu na domácí hospodářství. Tato skutečnost, se promítla i do objemu obchodů uskutečněných na kapitálovém trhu,<sup>67</sup> které podává tab. č. 2. Pro srovnání, v době od dubna 1993 do října 1994 se na BCPP zobchodovaly cenné papíry za 112 mld. Kč.<sup>68</sup>

<sup>66</sup> ČNB: Zpráva o finanční stabilitě 2009/2010. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/zpravy\\_fs/FS\\_2009-2010/FS\\_2009-2010.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/FS_2009-2010.pdf), cit. 1. 3. 2011.

<sup>67</sup> MF: Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2009. Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Zprava\\_o\\_vyvoji\\_FT\\_v\\_roce\\_2009\\_pdf.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Zprava_o_vyvoji_FT_v_roce_2009_pdf.pdf), cit. 2. 3. 2011.

<sup>68</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálový trh České republiky 1993-1994*. Praha: Magnet-Press, 1994. 349 s. ISBN 80-85847-30-2.

Tab.č. 2: Objem obchodů v letech 2007 – 2009

roční (mld. Kč)		2007	2008	2009	meziroční změna (%)	
BCPP	akcie a podílové listy		1 013,0	852,0	463,0	-45,56
	dluhopisy		508,9	643,2	585,7	-8,93
	deriváty	futures	1,9	0,6	0,2	-65,99
		certifikáty a warranty	1,2	0,5	0,3	-44,33
		celkem	3,1	1,1	0,5	-56,40
	celkem		1 525,0	1 496,2	1 050,0	-29,82
RM-Systém		7,7	6,9	7,9	14,63	
celkem		1 532,6	1 503,1	1 057,9	-29,62	

Pramen: MF ČR: Zpráva o vývoji finančního trhu 2009.

S ohledem na výše zmíněnou situaci, v roce 2009 neproběhla na BCPP žádná primární veřejná nabídka (IPO), čtyři emise byly vyřazeny, resp. staženy. Stav uvádí tab. č. 3.

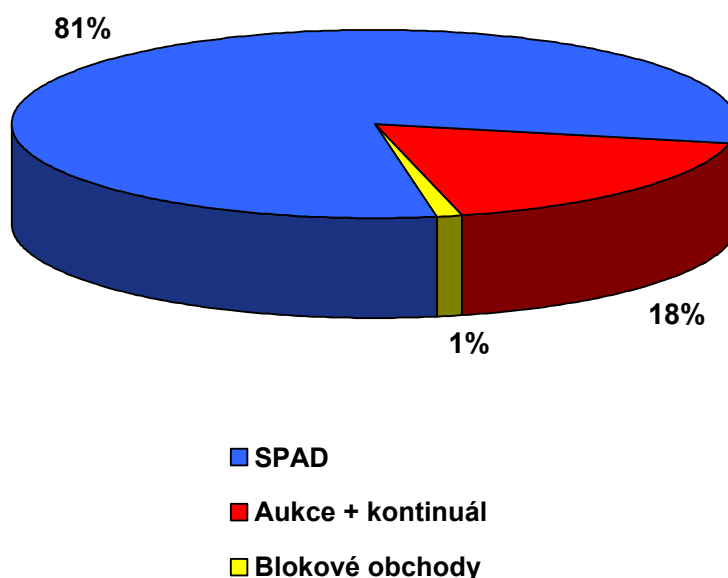
Tab. č. 3: Počty registrovaných emisí v letech 2007 – 2009

k 31. 12.		2007	2008	2009
akcie	hlavní trh	21	17	13
	volný trh	11	11	12
	celkem	32	28	25
dluhopisy	hlavní trh	41	38	36
	volný trh	91	83	80
	celkem	132	121	116
deriváty a ostatní produkty	futures	6	6	6
	investiční certifikáty	39	46	65
	warranty	2	2	2
	celkem	47	54	73
celkem		211	203	214

Pramen: MF ČR: Zpráva o vývoji finančního trhu 2009.

Z pohledu struktury typů obchodů se od roku 2006 snižuje účast na blokových obchodech, od roku 2008 opětovně narůstá zastoupení obchodů v kontinuálním režimu. Dominantní postavení si udržují obchody v režimu SPAD. Situaci pro rok 2010 uvádí graf. č. 3. Současná struktura obchodů je v přímém protikladu k době, kdy kapitálový trh v české republice byl v začátcích – v roce 1994 blokové obchody představovaly cca 69% objemu burzovních obchodů.<sup>69</sup>

Graf. č. 3: Struktura obchodů v roce 2010



*Pramen: BCPP: Statistická ročenka Burzy cenných papírů Praha za rok 2010.*

V polovině roku 2010 zahájil činnost Centrální depozitář. Na základě žádosti, získala povolení k činnosti Centrálního depozitáře společnost UNIVYC, a. s., která provozovala vypořádací systém od roku 1996.<sup>70</sup> Po získání povolení se UNIVYC, a. s. transformoval na Centrální depozitář cenných papírů, a. s.

V oblasti obchodníků s cennými papíry zůstává stav nezměněn. Prostředí českého kapitálového trhu v oblasti objemu obchodů na vlastní účet ovládají bankovní OCP, nebankovní OCP se prosazují především v obhospodařování majetku zákazníků. S ohledem na novelizaci ZPKT došlo k vytvoření samostatné kategorie tzv. vázaných zástupců<sup>71</sup> (dříve

<sup>69</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálový trh České republiky 1993-1994*. Praha: Magnet-Press, 1994. 349 s. ISBN 80-85847-30-2.

<sup>70</sup> UNIVYC, a. s. vznikl přeměnou společnosti Burzovní registr cenných papírů, s.r.o., která jako dceřinná společnost BCPP, byla založena v roce 1993.

<sup>71</sup> Blíže viz s. 54 (3. 1. 4 Obchodník s cennými papíry).

investiční zprostředkovatelé 2. stupně), kteří se na základě této legislativní změny oddělili od investičních zprostředkovatelů<sup>72</sup> a jsou u vedení v samostatném rejstříku.

Pro kolektivní investování je příznačné vyrovnávání rozdílů v objemu spravovaného majetku mezi domácími a zahraničními podílovými fondy.

## 2. 6 Právní úprava kapitálového trhu v České republice

Nejdůležitějším výstupem činnosti regulativních orgánů jsou právní předpisy, jejichž právní normy závazně vymezují subjekty a vztahy vznikající při činnosti těchto subjektů.

V České republice není právo kapitálového trhu považováno za samostatné právní odvětví. V rámci právní úpravy kapitálového trhu nalezneme normy veřejnoprávní i soukromoprávní, hmotněprávní i procesněprávní. Vzájemným pojítkem těchto norem je společný předmět – společenské vztahy vznikající na kapitálovém trhu. Z hlediska obsahového zaměření můžeme rozlišovat právní předpisy, které se zabývají problematikou kapitálového trhu výlučně, nebo právní předpisy, které se dotýkají vybraných otázek kapitálového trhu vedle jiného.<sup>73</sup> V této kapitole reflektujeme právní úpravu aktuálně platnou a účinnou.

### 2. 6. 1 Právní úprava kapitálového trhu na úrovni zákona<sup>74</sup>

Zákony představují nejdůležitější a nejvýznamnější úroveň stanovení pravidel v rámci regulace kapitálového trhu. Zákony, jakožto normativní právní akty, které jsou výsledkem činnosti orgánů veřejné moci,<sup>75</sup> jsou výsledkem legislativního procesu<sup>76</sup> zákonodárního sboru, stanovují závazná pravidla pro kterýkoli subjekt. Mezi zákony, které upravují oblast kapitálového trhu, řadíme především:

- zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu,
- zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu,
- zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování,

<sup>72</sup> Blíže viz s. 54 (3. 1. 4 Obchodník s cennými papíry).

<sup>73</sup> Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0.

<sup>74</sup> V této souvislosti viz také s. 68 (3. 4 Právní regulace).

<sup>75</sup> Boguszak, J., Čapek, J., Gerloch, A.: *Teorie práva*. 2. vyd. Praha: ASPI, 2004. 348 s. ISBN 80-7357-030-0. s. 39.

<sup>76</sup> V této souvislosti viz také s. 40 (3. 1. 1 Ministerstvo financí České republiky) a s. 44 (3. 1. 2 Česká národní banka).

- zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech,
- zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech,
- zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník,
- zákon č. 191/1950 Sb., zákon směnečný a šekový,
- zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance,
- zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách.

### 2. 6. 1. 1 Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Vznik ZPKT je spojen s integrací České republiky do evropských struktur. Je výsledkem sblížování národní a evropské legislativy. Přijat byl 14. dubna 2004 a účinnosti nabyl 1. května 2004, tedy dnem přistoupení ČR k EU. Představuje část triády, kterou tvoří dále ZKI a zák. č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. Do té doby relativně samostatná úprava institutů týkajících se kapitálového trhu byla začleněna do komplexního právního předpisu. ZPKT vzhledem k dosavadním zákonům absorboval právní úpravu (v některých případech i určitý zákon) buď částečně, nebo výlučně. S ohledem na zák. č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ZPKT v roce 2004 převzal úpravu vydávání a nabízení cenných papírů, mimoburzovního trhu, úpravu účastníků kapitálového trhu (obchodníků s cennými papíry a tzv. registrovaných investičních zprostředkovatelů) a Garančního fondu obchodníků s cennými papíry. Kompletně absorboval oblast, kterou upravoval zák. č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů. V důsledku změn, které do prostředí evropského a tedy i českého kapitálového trhu přinesl MiFID, byl ZPKT přizpůsoben<sup>77</sup> novým požadavkům prostřednictvím novely – zák. č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu a dalších souvisejících zákonech ze dne 5. června 2008. Z hlediska významu MiFID na legislativu vztahující se ke kapitálovému trhu, lze ZPKT vnímat ve dvou rovinách – před výše zmíněnou novelizací a po ní.<sup>78</sup> ZPKT postupně zavedl do českého právního prostředí úpravy kapitálového trhu především volný pohyb investičních služeb a výkon investiční činnosti tzv. jednotný evropský pas, změny v oblasti prospektu, evidence a vypořádání obchodů s cennými papíry, ochranu před zneužíváním trhu etc.

---

<sup>77</sup> MF řešilo sblížování české a evropské legislativy prostřednictvím konzultací s účastníky trhu, ČNB, profesními organizacemi, odbornou i zainteresovanou neodbornou veřejností. Blíže viz např. MF: Působnost a definice (Konzultační materiál). Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Konzultacni\\_material\\_MF-MiFID-lstpd2006\\_C\\_pdf.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Konzultacni_material_MF-MiFID-lstpd2006_C_pdf.pdf), cit. 26. 6. 2011.

<sup>78</sup> Novela transponující MiFID změnila původní ZPKT ze dvou třetin.

Předmětem úpravy ZPKT je poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu, ochrana kapitálového trhu a investorů a veřejná nabídka cenných papírů.<sup>79</sup> Dále upravuje předmět a činnosti na kapitálovém trhu – investiční nástroje, investiční služby, obchodování na regulovaném trhu a v mnohostranném obchodním systému, včetně vypořádání; účastníky kapitálového trhu a další subjekty vystupující v souvislosti s kapitálovým trhem – profesionální zákazník, obchodník s cennými papíry, investiční zprostředkovatel, vázaný zástupce, organizátor regulovaného trhu, centrální depozitář, garanční fond obchodníků s cennými papíry, ratingové agentury. V rámci ochrany stanovuje mimo jiné rozsáhlou informační a oznamovací povinnost. Součástí je i úprava dohledu a správního trestání.

Z pohledu regulace jde o nejvýznamnější právní předpis na úrovni zákona, který se zabývá kapitálovým trhem.

### **2. 6. 2 Podzákonná právní úprava kapitálového trhu<sup>80</sup>**

Problematika, která vyžaduje operativnost, vyznačuje se nutností flexibility nebo specializace úpravy, je řešena podzákonnými právními předpisy. V souvislosti s kapitálovým trhem jde především o:

- vyhláška č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparenci,
- vyhláška č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky,
- vyhláška č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení,
- vyhláška č. 236/2008 Sb., o informačních povinnostech organizátora regulovaného trhu a provozovatele mnohostranného obchodního systému,
- vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrových družstev a obchodníků s cennými papíry.

### **2. 6. 3 Evropská právní úprava kapitálového trhu**

Evropská legislativa týkající se kapitálového trhu má formu nařízení<sup>81</sup> nebo směrnice<sup>82</sup> (které převažují). Naplnění ideje jednotného trhu se v daném segmentu mělo

---

<sup>79</sup> § 1 ZPKT.

<sup>80</sup> V této souvislosti viz také s. 68 (3. 4 Právní regulace).



uskutečnit vytvořením jednotného finančního trhu. Základní právní rámec byl položen ve Zprávě Evropské komise, jejíž součástí byl i tzv. Akční plán finančních služeb (FSAP), který byl přijat 11. května 1999<sup>83</sup> a odsouhlasen Evropskou radou na konferenci v Lisabonu. FSAP obsahoval 42 opatření (30 směrnic, ve zbytku především nařízení).<sup>84</sup>

V zájmu zvýšení efektivity byl od března 2002 nejdříve pro oblast cenných papírů (od prosince 2002 pro celou oblast finančního trhu) legislativní proces zjednodušen prostřednictvím tzv. *Lamfalussyho procesu*, kdy „orgány EU pod vedením Komise vytvářejí nadále pouze politickou rámcovou legislativu a prováděcí předpisy vypracuje Komise ve spolupráci se čtyřmi expertními výbory (poradní funkce)“.<sup>85</sup> Lamfalussyho proces byl založen na čtyřech úrovních:<sup>86</sup>

- úroveň 1 – zahrnuje právní normy, zejména směrnice a nařízení, přijaté v souladu s procedurou spolurozhodování Radou a Evropským parlamentem. Primární legislativa upravuje charakter a rozsah prováděcích opatření, které na základě návrhu Evropské komise budou schvalovány na úrovni 2,
- úroveň 2 – zahrnuje prováděcí předpisy (směrnice resp. nařízení) k primární legislativě přijaté Evropskou komisí. Evropský výbor pro cenné papíry je poradním a regulatorním orgánem, který projednává a schvaluje sekundární legislativu na základě návrhu EK,
- úroveň 3 – má za cíl zajistit řádné a včasné promítnutí primární a sekundární legislativy posílením spolupráce dozorových orgánů v rámci Výboru evropských dozorových orgánů nad kapitálovým trhem (CESR),
- úroveň 4 – má za cíl posílit vynucování evropských právních norem zajištěním spolupráce EK, členských států a dozorových institucí. Vymáhání práva EU je ve výhradní pravomoci Evropské komise.<sup>87</sup>

---

<sup>81</sup> Nařízení – pro výkon pravomocí Unie přijímají orgány nařízení, směrnice, rozhodnutí, doporučení a stanoviska. Nařízení má obecnou působnost. Je závazné v celém rozsahu a přímo použitelné ve všech členských státech (čl. 288 SFEU).

<sup>82</sup> Směrnice – pro výkon pravomocí Unie přijímají orgány nařízení, směrnice, rozhodnutí, doporučení a stanoviska. Směrnice je závazná pro každý stát, kterému je určena, pokud jde o výsledek, jehož má být dosaženo, přičemž volba formy a prostředků se ponechává vnitrostátním orgánům (čl. 288 SFEU).

<sup>83</sup> Braun, J. M.: Finanční služby: Lamfalussyho proces – vznik a použití v praxi. Dostupné na: [http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact\\_sheets/info/data/market/legislation/article\\_7201\\_cs.htm](http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/legislation/article_7201_cs.htm), cit. 26. 6. 2011.

<sup>84</sup> MF: Akční plán finančních služeb. Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/fintrh\\_zahr\\_vztahyEU\\_27166.html?year=2009](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/fintrh_zahr_vztahyEU_27166.html?year=2009), cit. 26. 6. 2011.

<sup>85</sup> Braun, J. M.: Finanční služby: Lamfalussyho proces – vznik a použití v praxi. Dostupné na: [http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact\\_sheets/info/data/market/legislation/article\\_7201\\_cs.htm](http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/legislation/article_7201_cs.htm), cit. 26. 6. 2011.

<sup>86</sup> Objasnění Lamfalussyho procesu je nezbytné brát v kontextu doby jeho vzniku.

<sup>87</sup> MF: Lamfalussyho proces. Dostupné na: [http://is.vsfs.cz/el/6410/leto2009/B\\_DFi/Lamfalussyho\\_proces\\_MF.ppt?fakulta=6410;obdobi=29;kod=B\\_DFi#4](http://is.vsfs.cz/el/6410/leto2009/B_DFi/Lamfalussyho_proces_MF.ppt?fakulta=6410;obdobi=29;kod=B_DFi#4), cit. 26. 6. 2011.

V reakci na finanční krizi, nastala potřeba upravit Lamfalussyho proces (např. struktura výborů na úrovni 3) s ohledem na nové požadavky vyvolané situací. Při přijímání legislativních návrhů se reflektuje potřeba spolupráce s orgány dohledu, účastníky finančního trhu a s dalšími příslušnými orgány. Regulativní aktivity se zaměřují na zdokonalení regulačního rámce, zvýšení transparentnosti, finanční stabilitu a opatření v oblasti systémového rizika, dohled nad velkými přeshraničními finančními skupinami.<sup>88</sup>

### 2. 6. 3. 1 MiFID

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů (MiFID) je z formálního hlediska legislativou tzv. lamfalussyho typu, představuje první level tzv. rámcovou směrnici (framework directive), který je dále rozvinut a upřesněn prostřednictvím předpisů druhého levelu tzv. prováděcími opatřeními (implementing measures)<sup>89</sup> – směrnice Komise 2006/73/ES<sup>90</sup> a nařízení Komise (ES) č. 1287/2006.<sup>91</sup> Všechny tři předpisy tvoří integrální celek. Ačkoliv byla přijata již v roce 2004, účinnost se několikrát posunula až k datu 1. listopadu 2007, kdy nahradila směrnici Rady 93/22/EHS.<sup>92</sup>

V rovině terminologické,<sup>93</sup> v důsledku MiFID došlo k opuštění tradičního označení burzovní a mimoburzovní trh. Organizované trhy jsou v podobě regulovaného trhu nebo mnohostranného obchodního systému. Změnu zaznamenaly finanční instrumenty, které byly rozšířeny o deriváty (komoditní i exotické). Kategorizace zákazníků na profesionální a neprofesionální (někdy též označováni jako běžní nebo drobní) má napomoci ochraně zákazníků s nižšími zkušenostmi a odborností. Na rozdíl od profesionálních zákazníků (banka, instituce elektronických peněz apod., u kterých se předpokládá odbornost), je ve vztahu k neprofesionálním zákazníkům stanovena vyšší informační povinnost, která

<sup>88</sup> *Usnesení Evropského parlamentu ze dne 9 října 2008 s doporučeními Komise ohledně opatření navazujících na Lamfalussyho proces: budoucí struktura dohledu.* Dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:009E:0048:0048:CS:PDF>, cit. 26. 6. 2011.

<sup>89</sup> Důvodová zpráva k návrhu zákona o změně zákona o podnikání na kapitálovém trhu a o změně některých dalších zákonů na úseku poskytování investičních služeb a organizování regulovaných trhů.

<sup>90</sup> Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.

<sup>91</sup> Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.

<sup>92</sup> Směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů.

<sup>93</sup> ZPKT je po novelizacích terminologicky plně kompatibilní s MiFID.

zahrnuje informace nejen ohledně instrumentů, ale i investičních služeb a případných rizik s nimi spojených. Kategorizace však není rigidní, na žádost lze zákazníka přeradit do jiné skupiny. OCP je povinen provádět pokyny za podmínek nejpriznivějších pro klienta – tedy dosažení nejlepšího možného výsledku vzhledem k ceně, nákladům, rychlosti, pravděpodobnosti realizace a vypořádání, objemu, povaze nebo jinému aspektu souvisejícímu s provedením pokynu<sup>94</sup>. Záměrem je poskytnout vyšší standard ochrany investorům. V rámci investičních služeb rozlišuje obchodování prováděné na základě pokynů, obchodování bez investičního poradenství a investiční poradenství, upravuje také obchodování na vlastní účet. MiFID vychází z koncepce jednotného evropského trhu, prohlubuje tzv. jednotný evropský pas<sup>95</sup> (jednotná evropská licence). Cílem je zároveň zvýšit transparentnost trhu, zamezit případné diskriminaci a pozitivně stimulovat konkurenční prostředí.

Transpozice MiFID a směrnice Komise 2006/73/ES (nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 bylo účinné přímo) se v českém právním řádu projevilo nejen novelizací celé řady zákonů<sup>96</sup>, ale i v nové úpravě, případně novelizaci podzákonných právních předpisů.

Na konci roku 2010 vydala Komise konzultační materiál k široké diskusi, za účelem revize MiFID.<sup>97</sup> Základní směr revize se vztahuje k požadavku zvýšení transparentnosti v několika oblastech: především před a po uskutečnění obchodu na regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému; a dále v souvislosti s finančními nástroji podobnými akciím. Zároveň se pozornost zaměřuje i na zvýšení ochrany investorů<sup>98</sup> a technická doporučení, která se týkají hlášení transakcí podle MiFID.<sup>99</sup>

---

<sup>94</sup> Čl. 21 bod 1 MiFID.

<sup>95</sup> Navazuje na jednotný pas pro OCP (jediné povolení platné v celém Společenství, za použití zásad kontroly platných v domovském členském státě) upravený ve směrnici Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů.

<sup>96</sup> Především: ZPKT, ZKI, zák. č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, zák. č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, zák. č. 21/1992 Sb., o bankách, zák. č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, zák. č. 455/1991 Sb., živnostenský zákon.

<sup>97</sup> Blíže viz EC: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (Public Consultation). Dostupné na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf), cit. 26. 6. 2011.

<sup>98</sup> Řešeny jsou např. otázky přípustnosti záznamu komunikace obsahující zákaznické pokyny.

<sup>99</sup> BBH: Právní aktuality – Finanční trh. Dostupné na: [http://www.bbh.cz/Documents/News/BBH\\_Bulletin\\_duben\\_kveten\\_cerven\\_2010.pdf](http://www.bbh.cz/Documents/News/BBH_Bulletin_duben_kveten_cerven_2010.pdf), cit. 2. 9. 2011.

### 3. Regulace

K samotnému pojmu regulace. Dědič<sup>100</sup> regulací jevu rozumí „usměrňování tohoto jevu za účelem jeho zachování či změny“. Jílek<sup>101</sup> k pojmu regulace uvádí: „regulace je právní omezení aktivit regulovaných subjektů zaměřené na ochranu (stabilitu) regulovaného subjektu“. Bachanová<sup>102</sup> vymezuje regulaci: „v širším smyslu jako veškerou činnost vlády, jejíž cílem je ovlivnit či usměrnit aktivity soukromého sektoru. V tomto širokém pojetí můžeme pod pojem regulace zařadit jak veškerá hospodářsko-politická opatření vlády, tak veškerou legislativu. Regulace v užším pojetí je rozdělena na regulaci ekonomickou a sociální. Do kategorie ekonomické regulace řadíme ty aktivity vlády, které jsou orientovány na ovlivňování podmínek v určitých odvětvích (podpora konkurence, regulace přirozených monopolů a oblasti poskytování veřejných statků či spíše statků veřejného zájmu), do skupiny sociální regulace řadíme aktivity zaměřené na ochranu zdraví a bezpečnosti pracujících a spotřebitelů“. Druhá předložená definice se vyznačuje specifitějším zaměřením. V souladu s cíli diplomové práce, se snažíme ukázat, že regulace není výlučně záležitostí externího autoritativního stanovení pravidel prostřednictvím právních předpisů, ale rozměr regulace je širší – zahrnuje i interní dispozice a vnitřní dynamiku jednotlivců, nebo určité skupiny.

S ohledem na nezastupitelnost kapitálového trhu v hospodářství státu, je žádoucí subjekty vystupující na kapitálovém trhu a vztahy vznikající mezi těmito subjekty a při činnosti těchto subjektů korigovat pravidly. Kapitálový trh, je už ze své podstaty trhem – tedy místem, kde se setkává větší množství subjektů, které jsou vedeny cílem zhodnotit investiční nástroje nabízené nebo poptávané a dosáhnout zisk. V takto nastaveném prostředí dochází nutně ke střetu zájmů. Mezi subjekty, které působí na kapitálovém trhu vládne asymetrie. Nerovnost lze dobře vysledovat např. v rovině informací – nejen v možnosti přístupu k relevantním a neklamavým informacím, ale i v objemu informací, které má subjekt k dispozici. Adekvátnost a dostatek informací v prostředí, které se vyznačuje přesuny značných majetkových hodnot, je nezbytnou složkou rozhodování, při provádění činností s těmito transakcemi spojenými. Proto jedním z úkolů regulace je posílit transparentnost

<sup>100</sup> Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0. s. 203.

<sup>101</sup> Jílek, J.: *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4. s. 137.

<sup>102</sup> Bachanová, V.: *Analýza ukazatelů kvality regulace – aplikace na členské země EU*. Národohospodářský obzor, Brno, Ekonomické-správní fakulta Brno. ISSN 1213-2446, 2006, Vol. 2006, No. 1, s. 3-11. s. 3.

prostředí, která je v přímé souvislosti s důvěrou subjektů. Záměrem regulace je vyrovnat rozdíly mezi subjekty s cílem, aby působení na kapitálovém trhu podléhalo určitému standardu, který by doléhal na všechny subjekty ve stejné míře. Dalším záměrem je vytvořit dostatečně průhledné prostředí, v rámci kterého by se minimalizovali možnosti výskytu negativních jevů.<sup>103</sup> V tomto směru nemáme na mysli pouze přímou spojitost s podvodným a jiným podobným jednáním, ale i sekundární následky v podobě externalit, které se projeví ve zvýšených nákladech, ale i zpětně (často i v delším časovém horizontu) ovlivní důvěru subjektů (nejen těch, které na kapitálovém trhu již působí, ale i těch, které zapojení se zvažují), což z dlouhodobého hlediska může vést k poruchám kapitálového trhu a limitaci jeho funkce. Důležitým cílem je zajistit integritu trhu, která se projevuje důvěrou subjektů působících na kapitálovém trhu nejen k systému a institucím, ale i mezi sebou navzájem. Stanovení a zabezpečení podmínek rovného přístupu na tento trh prostřednictvím regulace zvyšuje vzájemnou konkurenci mezi subjekty a tím přispívá k efektivnosti kapitálového trhu. V oblasti subjektů kterým jsou svěřovány majetkové hodnoty investorů, se regulace zaměřuje na:

- přesně a přísně vymezit proces povolování vzniku a činnosti jednotlivých subjektů trhu s cennými papíry, spojený se stanovením výše jejich základního jmění a zabezpečenou schopností splnit stanovené věcné, personální a organizační předpoklady jejich činnosti,
- vysoké nároky na vedení účetnictví a výkaznictví, jejich kontrolu,
- povinné poskytování informací,
- omezení určitých druhů aktiv, které mohou držet finanční zprostředkovatelé,
- povinné zajištění proti finančním ztrátám.<sup>104</sup>

Regulace vymezuje rámec dovoleného chování, a naopak které aktivity jsou s ohledem na řádné fungování trhu nežádoucí a podléhají sankcím. Nezbytnost odpovídající a dostatečné flexibility v tomto směru je podmíněna vznikem neustále se rozrůstajícího počtu nových netradičních finančních instrumentů. Zabezpečení uvedených cílů prostřednictvím regulace, činí účast pro nové investory více zajímavou, což prohlubuje pozitivní vývoj a rozšiřování kapitálového trhu. Součástí regulace je i dostatek informací, které jsou s regulací spojeny. Na jedné straně, je nutné zabezpečit informace o právních a jiných předpisech, které

<sup>103</sup> Např. v otázce korupce, Dytrt považuje za příčinu neúspěchu boje proti korupci, skutečnost, že „pozornost se zaměřuje spíše na vyhledávání a postih korupce, než vytváření předpokladů pro její překonání“ (Dytrt, Z., Stříteská, M.: *Efektivní inovace (odpovědnost v managementu)*. Brno: Computer Press, 2009. 150 s. ISBN 978-80-251-2771-1. s. 45.).

<sup>104</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9. s. 49.

jsou platné a účinné, dále je nutné umožnit a zabezpečit i přístup k starším předpisům, aby mohla být plně reflektována návaznost úpravy. Na straně druhé, je nutný příjem nových externích informací, které pramení ze sledování vývoje a trendů na jiných kapitálových trzích.

Z hlediska funkčního, regulace plní dva základní úkoly. Prvním je působení výchovné a disciplinární, který spočívá v tom, že „trh může být založen a trvale rozvíjen pouze na racionálně uspořádané základně, s požadavkem trvalého prověřování a zdokonalování všech jejích systémových složek a režimu jejich vzájemné interakce“.<sup>105</sup> Druhým je rozvojové působení výsledků regulace – nové metody a přístupy k regulaci se neustále dostávají na vyšší úroveň. Regulace sama o sobě je zasazena do kontinuálního procesu, který se taktéž v průběhu času vyvíjí. V tomto směru jde tedy o jakousi sebereflexi regulace.

Přístupů ke *struktuře systému regulace* je větší množství, za hlavní můžeme považovat:

- politický model – např. v USA (Komise pro cenné papíry a burzy), nebo Japonsko (Úřad pro cenné papíry při japonském ministerstvu financí),
- model profesionálního typu – Švýcarsko (Komise pro regulaci, zřízená Federací švýcarských burz),
- britský model – představuje kombinaci předešlých modelů (nezávislá soukromá společnost Securities Investment Board, která vytváří funkce jí svěřené zákonem),
- model správního orgánu, který není závislý ani na politické moci, ani na profesionálech finančního trhu,
- jiné modely inspirované modelem bankovního dohledu – méně politický a spíše administrativní charakter, současně však úzká kooperace s profesionály finančního trhu.<sup>106</sup>

Bez ohledu na zvolený přístup, při vytváření systému regulace je nutné reflektovat následující požadavky:

- potřebu nalézt rovnováhu mezi integritou trhu a ochranou investora na jedné straně a mezi volnou konkurencí a výkonností trhu na druhé straně,
- potřebu zaměřit regulaci na jednotlivé druhy činností na finančním trhu spíše než na regulaci činnosti různých institucí činných na tomto trhu,
- potřebu vybudovat systém, který je komplexní, avšak nikoliv příliš složitý,

<sup>105</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9. s. 47.

<sup>106</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN 80-85424-90-8. s. 184.

- potřebu prosazovat integritu trhu,
- potřebu pružnosti tak, aby bylo možno obsáhnout i skutečnosti, které na trhu nastanou v budoucnosti,
- potřebu vybudovat systém vhodný pro podmínky, v nichž bud působit.<sup>107</sup>

Mezi pravomoce, kterými disponuje regulační orgán (ať již vychází z kteréhokoliv přístupu ke struktuře systémů regulace) patří primárně:

- vydávat pravidla,
- přijímat individuální rozhodnutí,
- ukládat sankce.

### 3.1 Subjekty participující na regulaci

S ohledem na subjekty, které vystupují v rámci regulace, je možné provést základní rozdělení, na subjekty regulující a regulované (regulaci podléhající). Uvedené zjednodušené dělení vychází z postavení daného subjektu v rámci regulace. Nejde však o rozlišení absolutní, některý subjekt (např. BCPP) může vystupovat jako subjekt regulovaný a zároveň coby subjekt regulující. Na druhou stranu, určitou pozici, kterou subjekt zaujímá, je možno brát jako fixní/stabilní.

Řešení vzájemného vztahu, případně konfliktu, mezi subjekty z opačných pólů, může mít podobu:

- konfrontačního přístupu – který lze charakterizovat jako „regulace a vedení sporu“, stát zavádí opatření a trestá jejich neplnění, nebo,
- kooperačního přístupu – který lze charakterizovat jako „vyjednávání a pobídky“, dialog mezi regulujícím a regulovaným a pobídky respektovat, co bylo dohodnuto.<sup>108</sup>

Preference kooperačního přístupu je logická, jelikož je „účinnější, protože je spojen s nižšími náklady a je zároveň i „etičtější“, protože těm, jichž se týká, poskytuje větší svobodu, zvyšuje jejich odpovědnost a vede ke spolupráci místo konfliktu“<sup>109</sup>.

<sup>107</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN 80-85424-90-8. s. 183.

<sup>108</sup> Bohatá, M.: *Základy hospodářské etiky*. Praha: VŠE, 1997. 126 s. ISBN 80-7079-428-3. s. 62.

<sup>109</sup> Bohatá, M.: *Základy hospodářské etiky*. Praha: VŠE, 1997. 126 s. ISBN 80-7079-428-3. s. 62.

### 3. 1. 1 Ministerstvo financí

Ministerstvo je monokratickým orgánem, ústředním správním úřadem s dílčí věcnou působností.<sup>110</sup> V souvislosti s výkonem státní moci je spjata tzv. zásada enumerativnosti státních pretenzí, která je vymezena v čl. 2 odst. 3 Ústavy: „státní moc slouží všem občanům a lze ji uplatňovat jen v případech, v mezích a způsoby, které stanoví zákon“ a v čl. 2 odst. 2 LZPS: „státní moc lze uplatňovat jen v případech a v mezích stanovených zákonem, a to způsobem, který zákon stanoví“. Rámec, ve kterém lze uplatňovat státní moc, musí být taktéž stanoven na úrovni zákona.<sup>111</sup> V konkrétním případě se jedná o tzv. kreační, resp. kompetenční zákon.<sup>112</sup> V ustanovení týkajícího se vymezení okruhu působnosti<sup>113</sup> (vztaženo k našemu tématu), je stanovena pro ministerstvo financí působnost, primárně pro „finanční trh a ochranu zájmů spotřebitelů na finančním trhu s výjimkou dohledu nad finančním trhem v rozsahu působnosti České národní banky“. Sekundárně a nepřímo pak i (dělená, resp. částečná) působnost v oblasti státního příspěvku na penzijní připojištění – penzijní fondy vystupují jako institucionální investoři na kapitálovém trhu. Působnost ministerstva financí představuje v mnoha oblastech působnost zbytkovou vůči ČNB. Nicméně důležitost ministerstva financí tkví především v jeho zapojení do legislativního procesu. V tomto smyslu v oblasti finančního trhu „vytváří návrhy právních předpisů a zajišťuje jejich harmonizaci s právem EU, přičemž v případě potřeby, popř. stanoví-li tak zákon spolupracuje při zpracování právních předpisů s ČNB, asociacemi a s dalšími subjekty působícími v této oblasti.“<sup>114</sup> Zaměřeno na úsek kapitálového trhu, ministerstvo především:

- vytváří koncepci politiky finančního trhu v oblasti kapitálového trhu a provádí jeho analýzu,
- vytváří návrhy zákonů upravujících oblast kapitálového trhu,
- je povinným připomínkovým místem k právním předpisům, které se týkají oblasti kapitálového trhu,

<sup>110</sup> Hendrych, D. a kol.: *Správní právo: obecná část*. 6. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 822 s. ISBN 80-7179-442-2. s. 124.

<sup>111</sup> Čl. 79 odst. 1 úst. zák. č. 1/1993 Sb., Ústava ČR.

<sup>112</sup> Zákon č. 2/1969 Sb., o zřízení ministerstev a jiných správních ústředních orgánů státní správy České republiky.

<sup>113</sup> § 4 odst. 1 zákona č. 2/1969 Sb. o zřízení ministerstev a jiných správních ústředních orgánů státní správy České republiky.

<sup>114</sup> MF: Činnost ministerstva financí. Dostupné na:

[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft\\_financni\\_stabilita\\_dohled.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_financni_stabilita_dohled.html), cit. 14. 3. 2011.



- zajišťuje členství v mezinárodních finančních institucích a orgánech Evropské unie, pokud jde o oblast kapitálového trhu.<sup>115</sup>

Působnost ministerstva v oblasti právní úpravy kapitálového trhu lze rozdělit do těchto oblastí:

- *investiční služby a činnosti, organizace trhů investičních nástrojů a cenných papírů* – poskytování investičních služeb a činností, organizování regulovaných trhů a obchodování v mnohostranných obchodních systémech, organizování jiných trhů investičních nástrojů nebo cenných papírů,
- *ochrana kapitálového trhu* – vnitřní informace a jejich ochrana před zneužitím, manipulace s trhem, transparentnost emitentů, prospekt a veřejná nabídka,
- *kolektivní investování a private equity (soukromé kapitálové investování)*,
- *vydávání a používání ratingů* – vztahuje se k ratingovým agenturám a jejich analýzám, které se využívají v oblasti regulace,
- *finanční zajištění*,
- *cenné papíry* – obecná úprava cenných papírů a dluhopisů.<sup>116</sup>

### **Ministerstvo práce a sociálních věcí**

Penzijní fondy, vystupují s ohledem na vztahy na finančním trhu, jako institucionální investoři. Základními dokumenty, které vypracovává jsou: pojistný plán a statut penzijního fondu, který upravuje investiční činnost penzijního fondu. Statut podléhá schvalovacímu řízení. Výsledné povolení, po vyžádání stanoviska MPSV, vydá ČNB.<sup>117</sup>

### **3. 1. 2 Česká národní banka**

Významnost ČNB lze dovodit i ze skutečnosti, že je její věnována samostatná hlava v Ústavě.<sup>118</sup> Postavení a působnost upravuje zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance. ČNB je právnickou osobou, která vykonává dohled nad finančním trhem.<sup>119</sup> Hlavním cílem

<sup>115</sup> MF: Kapitálový trh. Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft\\_kapitalovy\\_trh.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_kapitalovy_trh.html), cit. 14. 3. 2011.

<sup>116</sup> MF: Kapitálový trh. Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft\\_kapitalovy\\_trh.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_kapitalovy_trh.html), cit. 14. 3. 2011.

<sup>117</sup> § 5 odst. 1 zák. č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem.

<sup>118</sup> Čl. 98 úst. zák. č. 1/1993 Sb., Ústava ČR.

<sup>119</sup> § 1 ČNBZ.

je péče o stabilitu cen a stabilitu měny.<sup>120</sup> V našem kontextu je relevantní cíl, který je vymezen jako stabilita a rozvoj finančního systému, která se mimo jiné realizuje prostřednictvím výkonu dohledu nad osobami působícími na finančním trhu, prováděním analýz vývoje finančního systému, péčí o bezpečné fungování a rozvoj finančního trhu v České republice a přispíváním ke stabilitě jejího finančního systému jako celku.<sup>121</sup> Dohled je následně rozveden v § 44 odst. 1 a) až e) ČNBZ. Za základní přístup při plnění svěřených úkolů, ČNB považuje: nezávislost, otevřenost a profesionalitu (odbornost).<sup>122</sup>

S ohledem na zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem<sup>123</sup> došlo od 1. 4. 2006 k přechodu působnosti Komise pro cenné papíry<sup>124</sup> na ČNB. V důsledku této novelizace byl i přejmenován zákon č. 15/1998 Sb. z původního názvu „o Komisi pro cenné papíry“ na zákon „o dohledu v oblasti kapitálového trhu“. V souvislosti s výše uvedenými legislativními změnami došlo k integraci dohledu v oblasti finančního trhu pod jeden orgán. Původní záměr sjednotit regulaci a dohled pod jednu instituci byl plánován na rok 2010, ale vzhledem k dlouhodobé tendenci směrem k integraci a ve snaze snížit náklady realizace nastala již v roce 2006. Zpočátku byl dohled konstruován na principu sektorů finančního trhu.<sup>125</sup> K transformaci došlo v roce 2008, kdy se uplatnilo funkcionální hledisko a vznikly následující sekce:

- sekce regulace a analýz finančního trhu,
- sekce licenčních a sankčních řízení,
- sekce dohledu nad finančním trhem.<sup>126</sup>

V souvislosti s integrací vydala bankovní rada ČNB po doporučení Výboru pro finanční trh<sup>127</sup> koncepční dokument s názvem „Poslání České národní banky při dohledu nad finančním trhem České republiky“, ve kterém vymezuje základní přístupy, hodnoty a

<sup>120</sup> § 2 odst.1 ČNBZ.

<sup>121</sup> § 2 odst. 2 písm. d) ČNBZ.

<sup>122</sup> ČNB: Výroční zpráva 2009. Dostupné na:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2009.pdf), cit. 6. 4. 2011.

<sup>123</sup> Čl. II zák. č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.

<sup>124</sup> Blíže viz s. 62 (3. 3. 2 Období 1993 – 2003).

<sup>125</sup> Blíže k původní struktuře sektorů viz např. ČNB: Výroční zpráva 2007. Dostupné na:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2007.pdf), cit. 6. 4. 2011. s. 15.

<sup>126</sup> ČNB: Výroční zpráva 2009. Dostupné na:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2009.pdf), cit. 6. 4. 2011. s. 24.

<sup>127</sup> *Výbor pro finanční trh* je podle § 45a a násl. ČNBZ poradním orgánem bankovní rady, které předkládá doporučení a stanoviska. Primární oblast aktivit se realizuje v oblasti dohledu na finančním trhu, ale s ohledem např. na § 45c odst. 1 písm. b) ČNBZ reflektuje i „významné nové trendy na finančním trhu, jeho dohledu nebo regulaci“.

principy. Základní poslání je formulováno následovně (v dokumentu označeno jako „vize“): „Česká národní banka na základě pravomocí, které jí svěřují zákony České republiky, pečuje jako integrovaný orgán regulace a dohledu nad finančním trhem o stabilitu finančního systému a bezpečný a plynulý rozvoj finančního trhu České republiky.“<sup>128</sup> ČNB své povinnosti, které pro ni vyplývají z postavení integrovaného regulátora uskutečňuje prostřednictvím (v dokumentu označeno jako „mise“):

- *regulatorní činnost* – tj. především stanovení pravidel obezřetného podnikání a pravidel jednání se zákazníky formou prováděcích právních předpisů, které Česká národní banka v rámci a v mezích příslušných zákonů,
- *licenční a povolovací činnost* – tj. zejména udělování povolení ke vstupu do regulovaných segmentů finančního trhu,
- *dohledových činností*, k nimž patří:
  - dohled na dálku nad finančními institucemi, tržním jednáním i infrastrukturou kapitálového trhu a analýzy finančního trhu a jeho sektorů,
  - dohlídky na místě ve finančních institucích a dalších institucích tvořících infrastrukturu kapitálového trhu,
- *stanovování opatření k nápravě* popřípadě i *ukládání sankcí* v případě zjištění nedostatků v činnosti subjektů, nad nimiž vykonává dohled,
- *shromažďování, zpracování a vyhodnocování informací*, jež slouží k podpoře dohledu a k informování veřejnosti o stavu a vývoji finančního trhu v České republice.<sup>129</sup>

Při realizaci regulace a dohledu sleduje a postupuje v rámci následujících základních hodnot, které jsou dále u každé z těchto hodnot rozvinuty tzv. zásadami k jednotlivým hodnotám:

- *jednotná koncepce dohledu pro všechna odvětví finančních služeb* – konzistentnost a integrity regulace, zohlednění individuálního rizikového profilu dohlížených subjektů, spolupráce v oblasti normotvorby,
- *přiměřenost regulace* – preferování obecných zásad před detailními pravidly, přiměřená míra regulace,
- *efektivnost dohledu a regulace* – zohlednění nákladů na regulaci a dohled, efektivní komunikace,

<sup>128</sup> ČNB: Poslání České národní banky při dohledu nad finančním trhem České republiky. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/poslani\\_cnb\\_dohled\\_FT.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/poslani_cnb_dohled_FT.pdf), cit. 6. 4. 2011. s. 1.

<sup>129</sup> ČNB: Poslání České národní banky při dohledu nad finančním trhem České republiky. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/poslani\\_cnb\\_dohled\\_FT.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/poslani_cnb_dohled_FT.pdf), cit. 6. 4. 2011. s. 1.

- *přiměřená ochrana spotřebitele a investora* – transpozice evropského práva, profesní kodexy,
- *příspěvek k ochraně trhu před finanční kriminalitou* – opatření proti zneužití finančního trhu k legalizaci výnosů z trestné činnosti a k financování terorismu, bezpečné fungování platebních a vypořádacích systémů,
- *podpora tržní disciplíny* – soulad zveřejněných informací s řízením rizik, efektivnost trhu a omezení pravděpodobnosti jeho zneužití,
- *spolupráce se zainteresovanými domácími subjekty* – samoregulace, koregulace,
- *mezinárodní spolupráce* – integrace evropského trhu finančních služeb, vyvážený vztah mezi domovským a hostitelským orgánem dohledu, krizové řízení,
- *profesionalita a odbornost zaměstnanců* – profesionální přístup a vysoké vnitřní standardy,
- *etika dohledu* – etický kodex.<sup>130</sup>

V dokumentu jsou dále stanoveny základní zásady:

- *předvídatelnost,*
- *uplatňování mezinárodně uznávaných standardů,*
- *sladění strategie s operativním výkonem dohledu,*
- *informační otevřenost a odpovědnost vůči veřejnosti,*
- *spolupráce s Ministerstvem financí České republiky a dalšími ústředními orgány státní správy.*<sup>131</sup>

ČNB označila přechod kompetencí jako úspěšné, s plynulým navázáním bez přerušení.<sup>132</sup>

Podle § 37 odst. 2 ČNBZ, ČNB spolupracuje s Ministerstvem financí na přípravě návrhů zákonných úprav (mimo jiné) v oblasti finančního trhu. V tomto ustanovení se reflektuje i dohoda mezi ČNB a MF ze dne 2. 5. 2006, ve které se obě strany zavázaly k vzájemné kooperaci při přípravě vnitrostátních právních předpisů dotýkajících se

---

<sup>130</sup> ČNB: Poslání České národní banky při dohledu nad finančním trhem České republiky. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/poslani\\_cnb\\_dohled\\_FT.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/poslani_cnb_dohled_FT.pdf), cit. 6. 4. 2011. s. 2, 3 a 4, 5.

<sup>131</sup> ČNB: Poslání České národní banky při dohledu nad finančním trhem České republiky. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/poslani\\_cnb\\_dohled\\_FT.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/poslani_cnb_dohled_FT.pdf), cit. 6. 4. 2011. s. 3.

<sup>132</sup> ČNB: Výroční zpráva 2007. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2007.pdf), cit. 6. 4. 2011. s. 30.

finančního trhu.<sup>133</sup> ČNB spolupracuje s Ministerstvem financí i v oblasti tvorby jednotné koncepce regulace a dohledu, včetně otázek týkajících se regulace a dohledu na evropské úrovni nebo krizového řízení.<sup>134</sup> Můžeme tedy shrnout, že činnost ČNB v oblasti primární legislativy je především kooperace při přípravě návrhů právních předpisů. Na druhou stranu dominantní postavení (vzhledem k převzetí agendy Komise pro cenné papíry) má v oblasti vydávání sekundárních předpisů – tzv. vyhlášky ČNB.

ČNB se na regulaci kapitálového trhu podílí i upřesňováním vybraných témat a pojmů, výkladových stanoviscích a poskytováním dalších důležitých informací účastníkům kapitálového trhu prostřednictvím tzv. úředních sdělení.<sup>135</sup>

### 3. 1. 3 Burza cenných papírů Praha, a. s.

Rozvoj burzovnictví na našem území historicky souvisí s rozmachem hospodářství ve druhé polovině 19. století. První organizovaný obchod se zbožím se uskutečnil v Praze v roce 1861, založením tzv. Produktenhalle, což byla soukromá akciová společnost. Při této společnosti byla 13. 11. 1861 založena burza peněžní, na zboží a plodiny, ale pro malý zájem účastníků svou činnost po roce ukončila. Obdobný neúspěch provázel pokus vytvořit burzu na obchod se zbožím v roce 1868.

V roce 1871 byla založena Pražská burza na cenné papíry a zboží, jakožto burza smíšená. Vznik takto orientované burzy umožnily nové právní normy v oblasti burzovního práva, zejména zákon č. 58/1860 ř.ž., o burzách na zboží a senzálech (makléřích). Situace směrem k vyhranění předmětu obchodování se na Pražské burze změnila až po vzniku samostatné ČSR, kdy se obchodovalo jen s cennými papíry. Tento stav vydržel po celou dobu existence první republiky. Oficiálně svou činnost Pražská burza ukončila v roce 1939, v době okupace v průběhu druhé světové války se vzhledem k jednosměrnému zaměření hospodářství se burzovní činnost nevyvíjela. K definitivnímu útlumu pak dochází po roce 1952, přičemž za hlavní důvod ukončení činností je nutno považovat likvidaci předmětu

---

<sup>133</sup> ČNB: Výroční zpráva 2006. Dostupné na:

[http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2006.pdf](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2006.pdf), cit. 6. 4. 2011.

<sup>134</sup> ČNB: Výroční zpráva 2009. Dostupné na:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2009.pdf), cit. 6. 4. 2011.

<sup>135</sup> § 49b odst. 6 ČNBZ.

burzovních obchodů. K možnosti znovuoobnovení dochází až po roce 1989, kdy byla zahájena transformace hospodářství od centrálně plánované ekonomiky k tržní ekonomice.<sup>136</sup>

Příprava obnovení burzy započala v roce 1991. Zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů<sup>137</sup> vymezil burzu jako „právní osobu oprávněnou organizovat na určitém místě a ve stanovenou dobu prostřednictvím oprávněných osob poptávku a nabídku cenných papírů“,<sup>138</sup> v § 1 odst. 3 stanovil právní formu burzy – akciová společnost. Burza byla založena zakladatelskou smlouvou ze dne 24. července 1992. Oficiální vznik BCPP se pojí s datem 24. 11. 1992 (zapsání do obchodního rejstříku).<sup>139</sup> První obchodní den se uskutečnil 6. dubna 1993 se sedmi akciemi. K nárůstu obchodovaných cenných papírů došlo v souvislosti s kupónovou privatizací – v první vlně v roce 1993 622 a 333 nových emisí akcií, následně v druhé vlně v roce 1995 674 nových emisí akcií. K redukci dochází až v roce 1997, kdy bylo odstraněno 1301 nelikvidních emisí. Rozvoj nastává i v počtech dnů, kdy se obchodovalo – jeden den v týdnu v roce 1993, postupně až na každý pracovní den od září 1994.<sup>140</sup>

Hlavním předmětem podnikání burzy je vzhledem k čl. 5 odst. 1. Stanov Burzy cenných papírů Praha, a.s. „organizovat v souladu s obecně závaznými právními předpisy a Burzovními pravidly na určeném místě a ve stanovenou dobu prostřednictvím oprávněných osob regulovaný trh investičních nástrojů v rozsahu povolení vydaného Českou národní bankou“.<sup>141</sup>

Možnost obchodovat na burze je spojena se členstvím.<sup>142</sup> Členem burzy může být „obchodník s cennými papíry“<sup>143</sup> nebo zahraniční osoba s povolením k provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka nebo k obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, kteří splňují veškeré podmínky stanovené burzovními pravidly a rozhodnutími burzovních orgánů, bylo jim burzovní komorou uděleno členství na burze a zaplatili poplatek<sup>144</sup> za udělení členství“.<sup>145</sup> Na členství není právní nárok, na základě smluvní dohody je však možné při dobrovolném ukončení členství postoupit. Výše zmíněné

<sup>136</sup> Dědič, J.: *Burza cenných papírů a komoditní burzy*. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9.

<sup>137</sup> Zák. č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů byl zrušen ustanovením § 205 ZPKT.

<sup>138</sup> § 1 odst. 1 zák. č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů.

<sup>139</sup> Čl. 1 odst. 1 Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.

<sup>140</sup> Burza cenných papírů Praha – historie. Dostupné na: <http://www.miras.cz/akcie/burza-praha-historie.php>, cit. 11. 4. 2011.

<sup>141</sup> Dále k předmětu podnikání BCPP viz čl. 5 odst. 1 písm. b) až o) Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.

<sup>142</sup> Čl. 41 odst. 1 Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.

<sup>143</sup> Blíže viz s. 51 (3. 1. 4 Obchodník s cennými papíry).

<sup>144</sup> Blíže viz čl. 2 odst. 2 písm. f) a g) Poplatkový řád.

<sup>145</sup> Čl. 2 Burzovní pravidla část II. Pravidla členství.

podmínky jsou rozvedeny v čl. 4 Burzovních pravidel část II. Pravidla členství, příkladmo uvádíme: osoba musí mít povolení k výkonu činností týkajících se investičních nástrojů udělené ČNB, solventnost je podmíněna prokázáním splacení základního kapitálu ve výši alespoň 10 mil. Kč, povinnost zachovávat kapitálovou přiměřenost, činnost vykonává alespoň jeden rok a v této době objem obchodů prováděných osobou dosáhl alespoň 5 mil. Kč za měsíc. Uvedené, tzv. obecné povinnosti je nutno splňovat po celou dobu členství na burze. K ukončení členství může dojít buď odnětím členství,<sup>146</sup> nebo zánikem členství.<sup>147</sup> Specifickým subjektem, který je oprávněn obchodovat na BCPP je ČNB.<sup>148</sup> Zvláštní postavení má také Česká republika, která je oprávněna na burze obchodovat prostřednictvím Ministerstva financí.<sup>149</sup>

Z hlediska organizační struktury jsou orgány BCPP: valná hromada, burzovní komora, dozorčí rada, burzovní výbory.<sup>150</sup> Orgány kopírují s jistými specifiky organizační strukturu akciové společnosti. Valná hromada je nejvyšším orgánem burzy, schází se nejméně jednou ročně, právo všech akcionářů na účasti na valné hromadě je zaručeno. Kvórum usnášeníschopnosti je limitováno přítomností akcionářů jejichž jmenovitá hodnota akcií přesahuje 30% základního kapitálu burzy. Vyjma kvalifikovaných případů, rozhoduje valná hromada většinou hlasů přítomných akcionářů. Statutárním orgánem je burzovní komora, která má šest členů volených valnou hromadou na dobu pěti let. Ze svého středu volí předsedu a dva místopředsedy. Důležité je působení burzovní komory ve vztahu k burzovním pravidlům – schvaluje je (včetně doplňků a změn)<sup>151</sup> a dohlíží na jejich dodržování.<sup>152</sup> Další významná oblast, ve které je zainteresována, je rozhodování o přijetí nových členů burzy,<sup>153</sup> rozhodování o žádosti o přijetí investičních instrumentů k obchodu na regulovaném trhu burzy, stanovuje výši poplatků, ukládá sankce. Kontrolní funkci plní dozorčí rada, která se skládá z pěti členů, volených valnou hromadou na dobu pěti let. Předseda dozorčí rady je volen z jejího středu. K výkonu vybraných činností může burzovní komora zřizovat stálé nebo dočasné burzovní výbory,<sup>154</sup> případně stálé nebo dočasné komise.<sup>155</sup> Vzhledem ke speciálním úkolům, které burzovní výbory zabezpečují, mohou být s ohledem

<sup>146</sup> Blíže viz čl. 26 Burzovní pravidla část II. Pravidla členství.

<sup>147</sup> Blíže viz čl. 27 Burzovní pravidla část II. Pravidla členství.

<sup>148</sup> V této souvislosti viz § 31a ČNBZ.

<sup>149</sup> Kompletní seznam členů burzy viz na <http://www.bcpp.cz/Clenove-Burzy/>.

<sup>150</sup> Čl. 15 odst. 1 Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.

<sup>151</sup> Čl. 27 písm. c) Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.

<sup>152</sup> Čl. 27 písm. a) Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.

<sup>153</sup> Čl. 27 písm. g) Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.

<sup>154</sup> Čl. 36 odst. 2 Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.

<sup>155</sup> Čl. 36 odst. 4 Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.



na personální složení výboru, členy i osoby působící mimo burzu, samozřejmostí je jejich vysoká odbornost v dané problematice. Konkrétně jde o burzovní výbor pro: členské otázky<sup>156</sup>, kótaci (žádosti o přijetí investičních instrumentů k obchodování), burzovní obchody (obchodování a vypořádání obchodů). Obstarávání záležitostí a řízení běžného provozu burzy zabezpečuje generální ředitel burzy. Řešení sporů z obchodů a vypořádání, zabezpečuje stálý burzovní rozhodčí soud.<sup>157</sup> Zajištění závazků a pokrytí rizik z obchodů a vypořádání zabezpečuje garanční fond burzy.

Na BCPP můžeme rozlišit dva druhy burzovních trhů – regulované a neregulované. Regulované trhy jsou dva – tzv. hlavní a volný. Původně (do 1. 9. 1995) nesly označení kótovaný a nekótovaný.<sup>158</sup> Hlavní trh je koncipován jako tzv. oficiální trh podle § 64 ZPKT. Investiční instrumenty se kterými se obchoduje na hlavním trhu představují nejkvalitnější cenné papíry, přičemž jejich přijetí k obchodování je považováno za prestižní záležitost. O přijetí ke kótaci rozhoduje burzovní výbor do 6 měsíců ode dne doručení žádosti o přijetí.<sup>159</sup> Na cenné papíry, které se mají stát předmětem obchodu na hlavním trhu jsou při přijímání kladeny i vyšší nároky, konkrétní podmínky jsou stanoveny v § 65 ZPKT, nejdůležitější jsou: tržní kapitalizace emise akcií alespoň 1 milion EUR,<sup>160</sup> u dluhopisů celková jmenovitá hodnota emise alespoň 200 000 EUR,<sup>161</sup> doba podnikatelské činnosti emitenta alespoň 3 roky,<sup>162</sup> alespoň 25 % akcií je rozptýleno mezi veřejností.<sup>163</sup> S hlavním trhem se pojí také rozsáhlá informační povinnost. V současné době je na hlavním trhu BCPP obchodováno se 14 akciemi a 38 dluhopisy. Volný trh je taktéž regulovaným burzovním trhem, ale jak již napovídá název režim je srovnání s hlavním trhem volnější. O přijetí cenného papíru rozhoduje generální ředitel. Žádost může podat emitent i člen burzy (v případě, že cenný papír je kótovaný na jiném regulovaném trhu, lze i proti vůli emitenta). Informační povinnost je pochopitelně nižší. Na volném trhu se od října 2006 obchoduje i s deriváty (v současné době 2 warranty, 6 futures). Neregulovaný trh je zastoupen mnohostranným obchodním systémem, tzv. MTF trhem (Multiparty Trading Facility). Vznik je datován k 1. 12. 2008, v současné době je bez emise. Jak jsme již zmínili výše,

<sup>156</sup> Agenda vztahující se k čl. 27 písm. g).

<sup>157</sup> Možnost zřídit stálý rozhodčí soud umožňuje § 54 ZPKT.

<sup>158</sup> Burza cenných papírů Praha – historie. Dostupné na: <http://www.miras.cz/akcie/burza-praha-historie.php>, cit. 11. 4. 2011.

<sup>159</sup> § 66 ZPKT.

<sup>160</sup> § 65 odst. 1 písm. c) ZPKT.

<sup>161</sup> § 65 odst. 1 písm. d) ZPKT.

<sup>162</sup> § 65 odst. 1 písm. e) ZPKT.

<sup>163</sup> § 65 odst. 1 písm. i) ZPKT.



neregulovanost neznamená nepřítomnost pravidel, ale situaci, kdy pravidla pro přijetí a obchodování si stanovuje organizátor trhu sám (tedy BCPP). Informační povinnost je nastavena na minimum. V MTF se obchoduje s investičními nástroji, které jsou vydány v souladu s obecně závaznými předpisy, vzájemně zastupitelné, převoditelné bez omezení a burzou přijaty k obchodování na tomto trhu.<sup>164</sup>

Pokud jde o samotné obchodování rozlišujeme obchody kurzotvorné a obchody na kurzu nezávislé. Mezi kurzotvorné řadíme: automatické obchody v aukčním režimu, automatické obchody v kontinuálním režimu a systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů (SPAD).

V případě automatických obchodů je proces rozdělen do několika fází – fáze 1-3 zahrnuje aukční režim, fáze 4 kontinuální režim. Automatické obchody v aukčním režimu jsou založeny na střetu objednávek k nákupu a prodeji k určitému časovému okamžiku (fixace). Jde o systém řízený příkazy, tzv. order-driven system. Je založen na prioritě ceny.<sup>165</sup>

Kontinuální režim navazuje na aukční (nastupuje po fixaci) a podstatou je průběžné párování objednávek k nákupu a prodeji. Jde také o systém řízený příkazy, ale je založen na cenové a následně časové prioritě. Obchoduje se v tzv. lotech, což je jednotka minimálního obchodovatelného množství cenných papírů.<sup>166</sup> Oba typy automatických obchodů probíhají anonymně, funkci protistrany plní tzv. Centrální protistrana.

Od 25. 5. 1998 je možné obchodovat v systému SPAD. Jde o obchody s účastí tvůrců trhu, tzv. market makers, kteří mají zajišťovat co možná největší likviditu. Do obchodování jsou z tohoto důvodu zahrnuty pouze vybrané emise akcií. Nákupní a prodejní ceny jsou průběžně stanovovány, kurz vychází z aktuálního středu povoleného rozpětí. Obchody nejsou anonymní. Obchody, pro které nelze zabezpečit adekvátní počet tvůrců trhu pro možnost obchodování v systému SPAD, tvoří samostatnou skupinu, která se nazývá obchody s účastí specialisty.

Druhou skupinu – obchody, které nejsou vázány na kurz, představují tzv. blokové obchody.<sup>167</sup> Jde o obchody, které jsou uzavírány mimo systém burzy. Může jít o obchody mezi členy burzy, nebo členem burzy a nečlenem burzy, vždy je však podmínkou, aby

<sup>164</sup> Čl. 1 odst. 2 Burzovní pravidla část IV. Pravidla MTF.

<sup>165</sup> Blíže viz čl. 4 a násl. Burzovní pravidla část IX. Pravidla pro automatické obchody.

<sup>166</sup> Blíže viz čl. 9 a násl. Burzovní pravidla část IX. Pravidla pro automatické obchody.

<sup>167</sup> Blíže viz Burzovní pravidla část X.A Blokové obchody a Burzovní pravidla část X.B Blokové obchody s nečleny registrované na burze.

alespoň na jedné straně stál člen burzy. Obchody nejsou anonymní. Nezbytnou součástí je využití systému vypořádání, který provozuje Centrální depozitář cenných papírů, a. s.<sup>168</sup>

Pouze pro úplnost uvádíme i indexy – BCPP užívá jako hlavní index PX, který se vypočte a aktualizuje každých 15 vteřin v době od 9:11 do 16:27 hod.<sup>169</sup> Na závěr obchodního dne se vypočte index PX-GLOB.<sup>170</sup>

Na regulaci právními předpisy státní provenience navazuje regulace předpisy, které jsou výsledkem regulatorní činnosti a kompetence samotné burzy. Obsahový rámec vychází z platných právních předpisů, vztahujících se ke kapitálovému (resp. finančnímu) trhu. Stanovují vzhledem k obecněji konstruované legislativě konkrétní pravidla, která se týkají struktury, obchodování a běžného provozu na dané burze. Tato skupina pravidel je výsledkem činnosti burzovních orgánů – v případě BCPP burzovní komora.

*Obr. č. 2: Burzovní pravidla BCPP*

I.	Pravidla obchodování
II.	Pravidla členství
III.	Podmínky přijetí cenného papíru k obchodu na hlavním trhu burzy
IV.	Pravidla MTF
V.	Podmínky přijetí cenného papíru k obchodu na volném trhu burzy
VI.	Podmínky přijetí a obchodování investičních nástrojů derivátového typu na volném trhu burzy
VII.	Podmínky přijetí a obchodování ETF na volném trhu burzy
VIII.	Stanovení průměrné referenční ceny dluhopisů
IX.	Pravidla pro automatické obchody
X. A	Blokové obchody
X. B	Blokové obchody s nečleny registrované na burze
XI.	Pravidla obchodování v systému pro podporu trhu akcií a dluhopisů
XII.	Pravidla udělování oprávnění k činnosti tvůrce trhu v systému pro podporu trhu akcií a dluhopisů
XIII.	Speciální operace s cennými papíry
XV.	Pravidla kontrolní činnosti

<sup>168</sup> Který s ohledem na rozhodnutí ČNB ze dne 14. 8. 2009 je de facto transformací UNIVYC, a.s.

<sup>169</sup> BCPP: Harmonogram burzovního dne. Dostupné na: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Harmonogram-BD>, cit. 11. 4. 2011.

<sup>170</sup> Bližší k indexům viz BCPP: Burzovní indexy. Dostupné na: <http://www.bcpp.cz/Dokument.aspx?k=Burzovni-Indexy>, cit. 11. 4. 2011.

XVI.	Komunikační napojení členů burzy na AOS
XVII.	Zvláštní režim nakládání s právy z cenných papírů
XXI.	Pravidla obchodování futures kontraktů v systému SPAD
XXII.	Postavení a činnost tvůrce trhu pro obchodování s futures
XXIII.	Standardizace futures kontraktů
XXV.	Náležitosti technického provedení kótovaných listinných cenných papírů

*Pramen: BCPP: Legislativa.*

### 3. 1. 4 Obchodník s cennými papíry

Legální definice obchodníka s cennými papíry<sup>171</sup> je v § 5 ZPKT „Obchodník s cennými papíry je právnická osoba, která poskytuje investiční služby na základě povolení České národní banky k činnosti obchodníka s cennými papíry.“ Bližší vymezení právní formy právnické osoby je stanoveno v § 6 ZPKT, s tím že přípustnou je pouze forma akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným. K určitému prolomení pokud jde o právní formu dochází na základě evropské úpravy<sup>172</sup> Za investiční služby jsou považovány jednak tzv. hlavní investiční služby (přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů, provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka, obchodování s investičními nástroji na vlastní účet, obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání, investiční poradenství týkající se investičních nástrojů, provozování mnohostranného obchodního systému, upisování nebo umisťování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání, umisťování investiční nástrojů bez závazku jejich upsání)<sup>173</sup> a tzv. doplňkové investiční služby (úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb, poskytování úvěru nebo půjčky zákazníkovi za účelem umožnění obchodu s investičním nástrojem, na němž se poskytovatel úvěru nebo půjčky podílí, poradenská činnost týkající se struktury kapitálu, průmyslové strategie a s tím souvisejících otázek, jakož i poskytování porad a služeb týkajících se přeměn společností nebo převodů podniků, poskytování investičních doporučení a analýz investičních příležitostí nebo podobných obecných doporučení týkajících se obchodování s investičními nástroji, provádění devizových operací

<sup>171</sup> Významný podíl mezi OCP tvoří banky.

<sup>172</sup> Čl. 4 bod 1 MiFID stanovuje podmínky, za kterých je možné v rámci členských států EU vydat povolení obchodníka s cennými papíry i jiné než právnické osobě.

<sup>173</sup> § 4 odst. 1 ZPKT.

souvisejících s poskytováním investičních služeb, služby související s upisováním nebo umisťováním investičních nástrojů, služba obdobná investiční službě, která se týká majetkové hodnot, k níž je vztažena hodnota investičního uvedeného v § 3 odst. 1 písm. g) až k) a která souvisí s poskytováním investičních služeb).<sup>174</sup> Investiční služby je obchodník s cennými papíry povinen poskytovat s odbornou péčí.<sup>175</sup> Další podnikatelská činnost (demonstrativní výčet: činnosti vztahující se ke stavebnímu spoření, hypotečním nebo jiným úvěrům, penzijnímu připojištění nebo pojištění, pokud spočívají ve zprostředkování, nebo v jiné obstaravatelské činnosti nebo v poradenství, pronájem bezpečnostních schránek, směnářská činnost a bezhotovostní obchod s cizí měnou, vzdělávací činnost v oblasti finančního trhu)<sup>176</sup> a dále je zákonem umožněna podnikatelská činnost přímo související se správou vlastního majetku.<sup>177</sup> Výše uvedené další podnikatelské činnosti může obchodník s cennými papíry, který není bankou, vykonávat jen po jejím zaregistrování Českou národní bankou.<sup>178</sup> Činnost obchodníka s cennými papíry je neodmyslitelně spojena s povolením k činnosti obchodníka s cennými papíry. S ohledem na evropskou integraci se díky tzv. jednotnému evropskému pasu<sup>179</sup> se může osoba, která poskytuje činnost obchodníka s cennými papíry volně pohybovat a službu poskytovat v rámci celého území Evropské unie.<sup>180</sup> Základní tak stále zůstává povolení vydané ČNB.<sup>181</sup> V povolení ČNB uvede, které hlavní a doplňkové investiční služba je obchodník s cennými papíry oprávněn poskytovat a ve vztahu ke kterým investičním nástrojům a zda je oprávněn přijímat peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníků. Povolení musí obsahovat alespoň jednu hlavní investiční službu. Žádost se podává na předepsaném tiskopise s přiloženými doklady osvědčujícími splnění zákonem stanovených podmínek, ČNB o ní rozhodne do 6 měsíců ode dne jejího doručení. Udělené povolení je nepřevoditelné, nepřechází ani na právního nástupce. Vydává se obvykle na dobu neurčitou, ale jak povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry, tak registrace k další činnosti, lze provést i na dobu určitou.

Vzhledem k důležitosti role obchodníka s cennými papíry na kapitálovém trhu jsou explicitně stanoveny i požadavky na vedoucí osoby<sup>182</sup> obchodníka s cennými papíry. K výkonu funkce je nutný předchozí souhlas ČNB. Osoba musí splňovat obecné

---

<sup>174</sup> § 4 odst. 2 ZPKT.

<sup>175</sup> § 11a ZPKT..

<sup>176</sup> § 6a odst. 2 ZPKT.

<sup>177</sup> § 6a odst. 3 ZPKT.

<sup>178</sup> § 6a odst. 4 ZPKT.

<sup>179</sup> Čl. 6 bod 3 MiFID.

<sup>180</sup> „volnost“ je však s ohledem na § 21 odst. 1 ZPKT korigována – vyžaduje se oznámení ČNB.

<sup>181</sup> Podmínky udělení povolení jsou stanoveny v § 6 odst. 1 ZPKT.

<sup>182</sup> § 10 ZPKT.

předpoklady: věk 18 let, plná způsobilost k právním úkonům, absence překážky provozování živnosti podle živnostenského zákona, důvěryhodnost, odborná způsobilost; a dále se musí jednat o osobu vhodnou z hlediska řádného a obezřetného poskytování investičních služeb,<sup>183</sup> především překážka konkurence s její případnou profesní, podnikatelskou nebo jinou obdobnou činností. Podmínky stanovené pro výkon vedoucí osoby nepostačuje splňovat pouze v okamžiku žádosti o souhlas, ale po celou dobu výkonu funkce. S ohledem na § 10a odst. 1 ZPKT je vedoucí osoba navíc povinna bez zbytečného odkladu oznámit ČNB každou změnu, která je relevantní vzhledem k předpokladům stanoveným v § 10 odst. 2 ZPKT.

Výčet předpokladů presumovaných u osob, pomocí kterých obchodník s cennými papíry provádí své činnosti jsou upraveny v § 14 odst. 2 ZPKT. Hlavní důraz je kladen na důvěryhodnost,<sup>184</sup> znalosti a zkušenosti vztahující se k vykonávané činnosti<sup>185</sup> a znalost postupů a předpisů nezbytných pro plnění jejich povinností souvisejících s činností obchodníka s cennými papíry.<sup>186</sup> Rozsah znalostí a zkušeností a požadavky na prokázání těchto znalostí a zkušeností je vymezen ve vyhlášce ČNB č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti. Vyhláška byla vypracována v důsledku zákona č. 230/2009 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, který novelizoval ZPKT s ohledem na směrnici MiFID. Přímým důsledkem této novelizace bylo opuštění koncepce makléře.<sup>187</sup> Odbornost byla původně stanovena pouze ve vztahu k makléřům, tento stav byl ale považován a vyhodnocen jako „dále neudržitelný“ a požadavek odbornosti (resp. určitých standardů odbornosti) se rozšířil na širší okruh osob, které zastávají pracovní pozici významnou z hlediska činnosti finančních institucí.<sup>188</sup>

K vyrovnání negativních důsledků, které mají svůj původ v rizikovosti operací na kapitálovém trhu, nebo nedostatků, které jsou ovlivněny lidským faktorem, jsou všichni obchodníci s cennými papíry (vyjma zahraničních osob poskytujících investiční služby v ČR, které jsou účastníky záručního systému v jiném členském státě EU na základě jednotné licence) obligatorně účastníky Garančního fondu obchodníků s cennými papíry. GFOCP je nestátní právnická osoba, která zabezpečuje záruční systém, ze kterého se vyplácí náhrady

<sup>183</sup> Blíže k obezřetným službám viz § 12 a násl. ZPKT.

<sup>184</sup> Viz. Úřední sdělení ČNB k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost.

<sup>185</sup> § 14 odst. 3 a) a b) ZPKT.

<sup>186</sup> § 14 odst. 4 ZPKT.

<sup>187</sup> Odůvodnění k vyhlášce 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.

<sup>188</sup> Důvodová zpráva k návrhu zákona o změně zákona o podnikání na kapitálovém trhu a o změně některých dalších zákonů na úseku poskytování investičních služeb a organizování regulovaných trhů.

klientům obchodníků s cennými papíry, kteří nejsou schopni plnit své závazky vůči svým zákazníkům. V rámci svých aktivit kooperuje s ČNB a MF.<sup>189</sup>

### **Investiční zprostředkovatel**

Investiční zprostředkovatel je podle ZPKT fyzická nebo právnická osoba, která je oprávněna poskytovat pouze investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a investiční poradenství týkající se investičních nástrojů, avšak pouze ve vztahu k investičním cenným papírům a cenným papírům kolektivního investování. Počet osob, které může zastupovat není omezen. V rámci výše uvedené činnosti své nepřijímá peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníka. V § 30 ZPKT jsou stanoveny podmínky, které jsou kladeny na investičního zprostředkovatele. V našem kontextu je důležitý především požadavek důvěryhodnosti,<sup>190</sup> ukončené středoškolské vzdělání,<sup>191</sup> přiměřené znalosti a zkušenosti.<sup>192</sup> Ponecháváme na úvaze, zda požadavek pouhého středoškolského vzdělání je dostačující (adekvátní by bylo alespoň vyšší střední), byť je tedy v určitém směru kompenzován a relativizován požadavkem znalostí v ustanovení pod písm. f). Vzhledem k charakteru činnosti je nezbytným předpokladem odborná znalost. V případě právnické osoby jsou podmínky stanoveny pro vedoucí osobu. Investiční zprostředkovatel vykonává svou činnost s odbornou péčí<sup>193</sup> – tedy jedná kvalifikovaně (předpokladem je tedy adekvátní úroveň odbornosti a znalostí, které by měly ideálně vycházet z odpovídajícího stupně vzdělání), čestně a spravedlivě (souvislost s vnitřní kvalitou osobnosti a reflektováním etických hodnot).

### **Vázaný zástupce**

Vázaný zástupce je s ohledem na právní úpravu obsaženou v ZPKT fyzická osoba nebo právnická osoba, která je oprávněna na základě písemné smlouvy se zastoupeným jeho jménem: zařídit, a popřípadě i uzavřít obchody týkající se přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů a umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání, investiční poradenství týkající se investičních nástrojů a propagovat investiční služby, které je zastoupený oprávněn poskytovat. Činnost smí na rozdíl od investičního

<sup>189</sup> GFOCP: Výroční zpráva za rok 2009. Dostupné na: [http://www.gfo.cz/files/Vyrocní\\_zpráva\\_2009.pdf](http://www.gfo.cz/files/Vyrocní_zpráva_2009.pdf), cit. 25. 6. 2011.

<sup>190</sup> § 30 odst. 4 písm. d) ZPKT.

<sup>191</sup> § 30 odst. 4 písm. e) ZPKT.

<sup>192</sup> § 30 odst. 4 písm. f) ZPKT.

<sup>193</sup> § 32 odst. 1 ZPKT.

zprostředkovatele vykonávat pouze pro jednu osobu, nepřijímá peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníků. K provedení zápisu do seznamu postačuje (vyjma obecných požadavků) pouze ukončené středoškolské vzdělání. Pro vázaného zástupce je stanovena taktéž povinnost odborné péče.<sup>194</sup>

### 3. 1. 5 Česká asociace obchodníků s cennými papíry

ČAOCP je profesní asociace – zájmové sdružení právnických osob, která vyvíjí svou činnost od roku 2004. Je „dobrovolným, neziskovým, samostatným, nezávislým, nevládním profesním sdružením právnických osob podnikajících v oblasti obchodování s investičními nástroji“.<sup>195</sup> Hlavním cílem je kooperace na rozvoji a růstu českého kapitálového trhu. Zaměřuje se na zprostředkování a výměnu informací domácích i ze zahraničí. S ohledem na právní předpisy regulující kapitálový trh (ať již obecně závazné nebo interní), jakožto zainteresovaný odborný subjekt aktivně působí při jejich vytváření.<sup>196</sup> Členství není omezeno výlučně na OCP, umožňuje i tzv. přidružené členství,<sup>197</sup> v rámci kterého je možná účast právnických osob podnikajících či jinak působících v oblasti kapitálového trhu nebo poskytujících služby pro účastníky kapitálového trhu – záměrem je tedy vytvořit univerzální platformu subjektů, kterých se dotýkají vztahy na kapitálovém trhu. Své cíle ČAOCP naplňuje prostřednictvím čtyř pracovních skupin:

- pro etiku a členské otázky,
- pro legislativu a interní otázky,
  - sledování změn a vydávání nových právních předpisů upravujících poskytování investičních služeb,
  - návrhy změn právních předpisů upravujících poskytování investičních služeb včetně jejich prosazení při jejich novelizaci,
  - připomínkování návrhů nových právních předpisů upravujících poskytování investičních služeb či návrhů novelizace stávajících právních předpisů,
  - spolupráce s ČNB na tvorbě metodik, stanovisek apod., včetně vypracovávání připomínek a návrhů k nim v rámci účasti na veřejných diskusích vyhlašovaných ČNB,

---

<sup>194</sup> § 32a odst. 7 ZPKT.

<sup>195</sup> Kapitola 1. 2 Stanovy ČAOCP.

<sup>196</sup> Kapitola 1. 3. 2 c) Stanovy ČAOCP.

<sup>197</sup> Kapitola 2. 1. 2 Stanovy ČAOCP.

- sledování vydání nových či změn stávajících metodik, stanovisek či rozhodnutí ČNB týkajících se činnosti OCP,
- tvorba vzorových vnitřních předpisů, případně stanovení konceptu vnitřních předpisů,<sup>198</sup>
  - pro komunikaci,
  - pro Burzu cenných papírů Praha, a.s. a RM-Systém, a.s.,
  - pro pořádání makléřských zkoušek.<sup>199</sup>

Aktivní participaci členů na činnosti pracovních skupin je zabezpečena povinností mít svého zástupce minimálně ve dvou pracovních skupinách.<sup>200</sup> Významnou část aktivit asociace soustředí na uplatňování etických hodnot na kapitálovém trhu.

### 3. 1. 6 Asociace pro kapitálový trh České republiky

AKAT vznikl v roce 2008 sloučením Asociace fondů a asset managementu ČR a Asociace pro kapitálový trh.<sup>201</sup> Jde o „právníckou osobu, která je dobrovolným, neziskovým, samostatným, nezávislým, nevládním zájmovým sdružením právnických osob“.<sup>202</sup> Činnost má napomáhat „transparentnosti kapitálového trhu, jeho důvěryhodnosti a stabilitě“.<sup>203</sup> AKAT především aktivně vystupuje v oblasti přípravy nové legislativy, která se týká kapitálového trhu. Významnou součástí aktivit je tvorba samoregulačních dokumentů pro členy AKAT, jejich sbližování se standardy Evropské unie a „zejména pak zdokonalování kontroly jejich dodržování, vyvozování závěrů z případů jejich porušení“.<sup>204</sup> Na poli samoregulace je snaha o vytvoření „silného samoregulačního subjektu doplňujícího legislativní rámec“.<sup>205</sup> Záměrem je přispět svou činností k „prosazování principů poctivého obchodního styku, ochraně dobrých mravů a posílení obecné důvěry v kapitálový trh a členy Asociace“.<sup>206</sup> Řádnými členy se mohou stát:

<sup>198</sup> ČAOCP: Pracovní skupiny. Dostupné na: [http://www.caocp.cz/index.phtml?url=pracovni\\_skupiny](http://www.caocp.cz/index.phtml?url=pracovni_skupiny), cit. 29. 6. 2011.

<sup>199</sup> ČAOCP: O Asociaci. Dostupné na: [http://www.caocp.cz/index.phtml?url=kdo\\_jsme](http://www.caocp.cz/index.phtml?url=kdo_jsme), cit. 29. 6. 2011.

<sup>200</sup> Kapitola 2. 5. 1 b) Stanovy ČAOCP.

<sup>201</sup> AKAT: O Asociaci – Historie. Dostupné na: <http://www.akatcr.cz/static.do?page=historie.html>, cit. 2. 9. 2011.

<sup>202</sup> Kapitola 1. 2 Stanovy AKAT.

<sup>203</sup> Kapitola 1. 3 Stanovy AKAT.

<sup>204</sup> AKAT: O Asociaci – Cíle. Dostupné na: <http://www.akatcr.cz/static.do?page=cile.html>, cit. 2. 9. 2011.

<sup>205</sup> AKAT: Výroční zpráva 2009/2010. Dostupné na: <http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=6>, cit. 2. 9. 2011.

<sup>206</sup> Kapitola 1. 3 Stanovy AKAT.



- banky,<sup>207</sup>
- investiční společnosti,
- obchodníci s cennými papíry,
- organizátoři regulovaného trhu.<sup>208</sup>

Řádné členství, které je dobrovolné, pokrývá celé spektrum hlavních subjektů vystupujících na kapitálovém trhu, ostatní subjekty mohou participovat na aktivitách AKAT-u prostřednictvím přidruženého členství.

V rámci organizační struktury zaujímá důležité postavení Etický výbor, který v současné době, s ohledem na členy asociace,<sup>209</sup> považuje za hlavní riziko spíše „neúmyslné nebo nedbalostní chyby“<sup>210</sup> členů asociace v rámci aktivit na kapitálovém trhu. Hlavním dokumentem vypracovaným v této oblasti je Etický kodex AKAT, který představuje „souhrn pravidel, principů, zásad a standardů upravujících poskytování investičních a souvisejících služeb... a vytváří pravidla formulující a rozvíjející etické chování a obchodní kulturu na trhu a zároveň usiluje o zajištění rovných podmínek jednotlivých účastníků trhu v rámci soutěže“.<sup>211</sup>

### 3. 2 Mezinárodní subjekty participující na regulaci

S pokračujícím propojováním světového hospodářství a rozvíjející se spoluprací, se dostávala do popředí, potřeba určitého sladění a sblížení národních přístupů k regulaci kapitálových trhů na mezinárodní úrovni. Tyto tendence byly reflektovány vytvořením řady mezinárodních a nadnárodních organizací, jejichž úkolem je přispívat k rozvoji, podpoře a ochraně mezinárodního finančního systému.

---

<sup>207</sup> AKAT spolupracuje i s Českou bankovní asociací (ČBA), která je aktivní především v oblasti přípravy zákonných a podzákonných právních předpisů, mimo jiné v oblasti kapitálového trhu a cenných papírů; a jejíž organizační součástí jsou i „stále expertní, poradní a pracovní orgány pro jednotlivé úseky odborné problematiky“ (Čl. 5 Stanov ČBA), v této souvislosti zejména Komise pro finanční trh (ČBA: O ČBA. Dostupné na: <http://www.czech-ba.cz/o-cba>, cit. 2. 9. 2011).

<sup>208</sup> Kapitola 2. 1. 4 Stanovy AKAT.

<sup>209</sup> Kterí se řídí etickými standardy vypracovanými AKAT.

<sup>210</sup> AKAT: Výroční zpráva 2009/2010. Dostupné na: <http://www.akater.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=6>, cit. 2. 9. 2011.

<sup>211</sup> AKAT: Etický kodex AKAT. Dostupné na: <http://www.akater.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=3>, cit. 2. 9. 2011.

### 3. 2. 1 International Organization of Securities Commissions

Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (IOSCO) sdružuje komise pro cenné papíry členských států a v případě, že stát postrádá speciální instituci (komisi pro cenné papíry), orgán, který vykonává rozhodující působení v oblasti regulace.

V současné době její základnu tvoří více než sto členských států. Sídlem je Montreal, z hlediska organizační struktury stojí v čele prezidentský výbor, jemuž předsedá generální tajemník. Administrativní činnost zabezpečuje generální sekretariát, pod který spadají dva poradní výbory: 1. poradní výbor pro organizace fungující na principu samoregulace a 2. poradní výbor pro mezinárodní organizace a spolupráci s nimi. IOSCO tak neopomíjí žádnou z oblastí regulace. Další části organizační struktury představují: výkonný výbor, regionální stálé výbory, technický výbor pro mezinárodní transakce, výbor pro rozvoj trhu.

Hlavním úkolem je:<sup>212</sup>

- spolupracovat v rámci členských organizací s cílem dosažení vyššího stupně regulace trhů na národní i mezinárodní úrovni, přičemž se sleduje účinná podpora národních trhů,
- výměna informací za účelem účinné podpory národních trhů,
- sjednocení úsilí při vytváření různých standardů a efektivního dohledu nad mezinárodními transakcemi s cennými papíry,
- poskytovat pomoc k zajištění integrity trhů pomocí rigorózní aplikace standardů a jejich efektivního fungování.<sup>213</sup>

Stěžejním dokumentem, který IOSCO zpracovala jsou tzv. *standardy IOSCO* (Objectives and Principles of Securities Regulation). Standardy předkládají třicet principů, jejichž naplňováním by mělo dojít k realizaci tří základních cílů:

- ochrana investorů,
- zajištění spravedlivých, efektivních a transparentních trhů,
- omezení systémového rizika.<sup>214</sup>

Zmíněných třicet principů<sup>215</sup> je sdruženo (resp. rozděleno) kolem těchto kategorií:

- principy vztahující se k orgánu regulátora (principy č. 1 – 5),

<sup>212</sup> Pro srovnání viz také IOSCO: General information. Dostupné na: <http://www.iosco.org/about/>, cit. 18. 4. 2011.

<sup>213</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN 80-85424-90-8. s. 225.

<sup>214</sup> IOSCO: Objectives and Principles of Securities Regulation. Dostupné na: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, cit. 18. 4. 2011. s. i.

<sup>215</sup> Blíže k jednotlivým principům viz IOSCO: Objectives and Principles of Securities Regulation. Dostupné na: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, cit. 18. 4. 2011. s. i – iii.

- principy relevantní pro samoregulaci; principy vztahující se k vynucování regulace (pr. č. 6, 7),
- principy vztahující se k vynucování v oblasti regulace (pr. č. 8 – 10),
- principy dotýkající se vzájemné spolupráce v oblasti regulace (pr. č. 11 – 13),
- principy vztahující se k emitentům (pr. č. 14 – 16),
- principy vztahující se na kolektivní investování (pr. č. 17 – 20),
- principy týkající se zprostředkovatelů služeb na trhu (pr. č. 21 – 24),
- principy vztahující se k sekundárnímu trhu (pr. č. 25 – 30).

### 3. 2. 2 European Securities and Markets Authority

ESMA je novým subjektem v oblasti regulace na poli Evropské unie, která byla vytvořena v souvislosti s finanční krizí. Vznikla transformací CESR-u (Committee of European Securities Regulators – Výbor evropských regulátorů cenných papírů)<sup>216</sup> k 1. 1. 2011. ESMA je nezávislá instituce EU, která přispívá ke stabilizaci evropského finančního systému zajišťováním integrity, transparentnosti, efektivnosti a správného fungování evropského trhu s cennými papíry, za současného posilování ochrany investora. Především zabezpečuje supervizi nad sbližováním regulátorů cenných papírů napříč finančními sektory, v rámci úzké spolupráci s ostatními institucemi EU. Činnost ESMA na poli legislativy vztahující se k cenným papírům přispívá k vytvoření jednotného legislativního rámce pro Evropu. Tato úprava na jedné straně zabezpečí shodné zacházení v celé EU, vytvořením odpovídajícího stupně ochrany pro investory prostřednictvím efektivní regulace a dohledu, na straně druhé podporuje rovné soutěžní podmínky pro poskytovatel služeb na kapitálových trzích. ESMA také přispívá k finanční stabilitě EU v krátkodobém, střednědobém i dlouhodobém horizontu, prostřednictvím její spolupráce s Evropskou radou pro systémová rizika (ESRB).<sup>217</sup> ESMA je také subjektem odpovědným za koordinaci akcí v dané oblasti v případě hrozby vzniku nebezpečí nové krize.<sup>218</sup>

<sup>216</sup> CESR byl nezávislý výbor regulátorů, který spolupracoval s Komisí jako poradní orgán při přípravě, včasné a náležité implementaci směrnic do národních právních řádů v oblasti legislativy dotýkající se cenných papírů a současně vytvářel platformu pro zlepšení vzájemné komunikace mezi národními regulátory v rámci EU.

<sup>217</sup> Blíže k ESRB viz Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o makroobezřetnostním dohledu nad finančním systémem na úrovni Evropské unie a o zřízení Evropské rady pro systémová rizika.

<sup>218</sup> ESMA: Frequently Asked Questions (A Guide to Understanding ESMA). Dostupné na: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7366>, cit. 18. 4. 2011.

### 3. 3 Vývoj regulace kapitálového trhu v České republice

#### 3. 3. 1 Období 1989 – 1992

K přechodu od centrálně plánovaného hospodářství k tržnímu hospodářství, od hegemonního postavení státního vlastnictví k soukromému vlastnictví, byla v ČSFR využita metoda kupónové privatizace. Proběhla ve dvou vlnách – v roce 1992 a 1994. Jednotlivý účastník z řad široké veřejnosti se zakoupením kupónové knížky stal tzv. držitelem investičních kupónů (DIK). Prostřednictvím investičních kupónů se nabýval vlastnický podíl na akciích transformovaných státních podniků vybraných k privatizaci. V oblasti účastníků se vyjma bank, v zanedbatelné míře objevují investiční společnosti. Dramatický nárůst zaznamenává jiný institucionální investor – investiční privatizační fondy, které vznikly v důsledku Nařízení vlády ČSFR č. 383/1991 Sb., o vydávání a použití investičních kupónů.<sup>219</sup> Doprovodným jevem malé zkušenosti obyvatel a masovost rozšíření investičních kupónů, byla neaktivita části držitelů investičních kupónů v oblasti výběru a umisťování investičních kupónů. Řešením pro tuto skupinu obyvatel se staly právě investiční privatizační fondy, které po převzetí investičních kupónů od DIKů provedly výběr akcií vhodných k investování samostatně; a osoby, které vložili své investiční kupóny do investičního privatizačního fondu se stali akcionáři tohoto fondu. Problémem investičních privatizačních fondů byla skutečnost, že „neinvestovaly ani vlastní ani cizí prostředky, pouze získaly vlastnická práva, s kterými jednak neuměly, jednak ani nechtěly nakládat“.<sup>220</sup> Vstup investičních privatizačních fondů do kupónové privatizace oslabil transparentnost vlastnických vztahů. Za dvě základní vady kupónové privatizace, lze považovat „použití kupónové privatizace nikoliv jako doplňkové, ale dominantní metody privatizace“ a „nepřipravenost právního prostředí... chybějící legislativa včetně ochrany práv minoritních akcionářů, chybějící regulace a supervize kapitálového trhu a chabá vynutitelnost práva umožnily správcům fondů nakládat s majetkem ve fondech nikoli jako s cizím majetkem svěřeným k správě, ale jako s majetkem vlastním. Chabá ochrana vlastnických práv i práv ostatních „stakeholderů“ v obchodních společnostech umožnila ve velkém

<sup>219</sup> Uvedené nařízení pozbylo účinnosti k 17. 8. 1993, kdy nabylo účinnosti Nařízení vlády č. 222/1993 Sb., o vydávání a použití investičních kupónů.

<sup>220</sup> Baloun, V.: *Finanční kriminalita v České republice*. Praha: Institut pro kriminologii a sociální prevenci, 2004. 183 s. ISBN 80-7338-029-3. s. 61.

v zprivatizovaných podnicích aplikovat postupy, pro něž se rychle vžil přílehlavý pojem tunelování“.<sup>221</sup>

V tomto období se projevuje většina nedostatků, kterými se vyznačují systémy, při zásadních změnách. Problémem není počet instrumentů, ale jejich kvalita a vhodnost k operacím na kapitálovém trhu. Komplikace násobí i nízký počet finančních institucí a chování investorů, v rámci kterého převládá neodbornost a z toho plynoucí impulsivnost v rozhodování. Zcela podceněn je v tomto období dohled – prvotní úvahy směřovaly k volné soutěži. Obecně se nedostatečná rozvinutost netýká pouze kapitálového trhu, ale i ostatních segmentů finančního trhu.

Zákonný rámec fungování se opíral o zákon č. 104/1990 Sb., o akciových společnostech, jehož platnost byla ukončena vydáním zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, který problematiku spojenou s akcemi a akciovými společnostmi absorboval. Cenné papíry byly upraveny zákonem č. 591/1992 Sb., o cenných papírech. Samostatná úprava se týkala dluhopisů, které byly upraveny v zákoně č. 530/1990 Sb., o dluhopisech. S ohledem na subjekty působící v prostředí kapitálového trhu, byl přijat zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, dále také zákon č. 21/1992 Sb., o bankách. Přípravy k vytvoření organizovaného trhu byly reflektovány v zákoně č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů

### 3.3.2 Období 1993 – 2003

V tomto období se projevují rezidua nedostatků z počátků obnovy kapitálového trhu na našem území. Počáteční tendence k nízkému stupni, resp. žádné regulaci a preference volného působení mechanismů tržního hospodářství, se v praxi ukazuje jako neadekvátní řešení. Převládl přístup, který preferoval ponechání kapitálového trhu bez regulace a dozoru, než dojde ke koncentraci kapitálu.<sup>222</sup> Hlavním problémem se stává nedostatečná transparentnost kapitálového trhu (jejímž přímým důsledkem je nedostatečná důvěra subjektů činných na kapitálovém trhu v tento trh). Objem investičních nástrojů, které se umísťují na kapitálový trh v důsledku dvou vln kupónové privatizace, činí celý proces ještě méně přehledným. Charakteristickým rysem je nízká likvidita. Rizikovost operací zvyšuje i

<sup>221</sup> Mertlík, P.: Proč zkrachoval experiment s kupónovou privatizací. Dostupné na: <http://byznys.ihned.cz/analzy-a-komentare/c1-51878980-proc-zkrachoval-experiment-s-kuponovou-privatizaci>, cit. 1. 8. 2011.

<sup>222</sup> Ježek, T.: Jak se rodila regulace kapitálového trhu. Dostupné na: <http://www.investujeme.cz/clanky/jak-se-rodila-regulace-kapitaloveho-trhu/>, cit. 1. 8. 2011.

nedostatečná informační povinnost. Důsledkem je nedostatečný přehled investorů o emitentech, resp. osobách účastnících se obchodování na kapitálovém trhu navzájem a z toho plynoucího nebezpečí tendencí k podvodným jednáním. Regulace se v úvodu tohoto období vyznačuje systémovými vadami – podléhání psychologickým faktorům, absence etiky, nedostatek zkušeností.<sup>223</sup> Cílem regulace se proto stává především posílení ochrany investorů a vytvoření stabilního prostředí. V tomto období je dominantním regulátorem kapitálového trhu Ministerstvo financí, přesněji Odbor dozoru nad kapitálovým trhem, který započal svou činnost 1. 9. 1992. V rámci Odboru funguje oddělení, jehož náplní činnosti je regulace organizátorů, obchodníků a makléřů. Dalším orgánem, který organizačně spadá pod Ministerstvo financí a vyvíjí činnost v oblasti kapitálového trhu je od roku 1993 Komise pro analýzu a Komise pro udělování povolení k obchodování s cennými papíry. Působnost státu (prostřednictvím Ministerstva financí) jako regulátora trhu je dovršena v roce 1997, kdy vzniká jako orgán dohledu Úřad pro cenné papíry (tzv. odbor 10).<sup>224</sup>

Od roku 1998 lze vysledovat nový přístup k regulaci a dohledu nad kapitálovým trhem. Do té doby výsadní postavení Ministerstva financí, je nahrazeno Komisí pro cenné papíry jako nezávislým ústředním orgánem státní správy v oblasti státního dozoru nad kapitálovým trhem. Zákonný rámec poskytl zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry, činnost vyvíjela od 1. dubna (zřizovací ustanovení 6. února) 1998 do 31. března 2006. Úkolem Komise pro cenné papíry bylo přispívat k rozvoji a ochraně kapitálového trhu, působnost se vztahovala k výkonu státního dozoru, rozhodování o právech, právem chráněných zájmech a povinnostech fyzických a právnických osob ve stanovených případech, spolupráci s jinými správními úřady a institucemi, poskytování informací veřejnosti a účastníkům kapitálového trhu, podpoře vzdělávání a osvěty v oblasti kapitálového trhu. Pro plnění stanovených úkolů v rámci své působnosti byla vybavena i sankčními mechanismy. Na úrovni právních předpisů disponovala Komise pro cenné papíry iniciativní pravomocí vůči vyhláškám Ministerstva financí. Podle § 76 odst. 2 zák. č. 15/1998 Sb., o KCP byla zmocněna v samostatné působnosti vydávat vyhlášky pouze k úpravě podrobností technického provedení veřejně obchodovatelných listinných cenných papírů.

S činností Komise pro cenné papíry souvisí i tzv. přelicencování subjektů působících na kapitálovém trhu. Rozhodným dnem, ke kterému byly prověřeny předpoklady obchodníků s cennými papíry k výkonu činnosti, byl 1. duben 1998. Předmětem prověření bylo posouzení

<sup>223</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálový trh České republiky 1993-1994*. Praha: Magnet-Press, 1994. 349 s. ISBN 80-85847-30-2.

<sup>224</sup> Seknička, P.: *Vybrané otázky kapitálového trhu – Regulace kapitálového trhu*. (přednáška) Praha: Univerzita Karlova, dne 6. 4. 2010.

věcných, personálních, organizačních, ekonomických (dostatečné vlastní zdroje majetku a prostředků na splnění závazků vůči zákazníkům) předpokladů a zabránění vzniku střetu zájmů.<sup>225</sup> V případě nesplnění předpokladů k výkonu činnosti, zahájila Komise pro cenné papíry řízení, jehož častým výsledkem bylo odnětí povolení. Nedostatkem byla skutečnost, že výsledné rozhodnutí bylo ponecháno na úvaze Komise (byť její rozhodnutí v případě zrušení povolení muselo být vždy individuálně a konkrétně zdůvodněno). V důsledku přelicencování došlo k „pročištění“ kapitálového trhu, čímž byly podpořeny i nové cíle pro regulaci a dohled pro toto období – zvýšení transparentnosti, podpoření stability a vzhledem k vyšší míře informovanosti i k prohloubení důvěry a z toho plynoucí ochrana investorů.<sup>226</sup>

Stěžejní význam pro toto období má přijetí zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry. Několikrát byl novelizován zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, záměrem bylo přiblížení se evropským standardům, posílení ochrany a transparentnosti trhu. Podstatnou novelou byl zákon č. 362/2000 Sb., úpravy se dotkly smluv o cenných papírech, rozdělení obchodníků s cennými papíry a makléřů, stanovuje odbornou péči a požadavky při nakládání s důvěrnými informacemi etc. V zájmu usnadnění primárních emisí byl novelizován i zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník. Zákon o dluhopisech byl novelizován zákonem č. 84/1995 Sb., který podstatně upravil hypoteční zástavní listy a zvláštní dluhopisy, zákon č. 165/1999 Sb., upravil podmínky emise státních dluhopisů. K nejvýraznější změně zákona o dluhopisech došlo prostřednictvím zákona č. 368/2000 Sb. Zákonem 151/1996 Sb., kterým byl novelizován zákon o investičních společnostech a investičních fondech, byla zpřísněna úprava (dohled – výše pokut, nákup cenných papírů za nejnižší cenu etc.) investičních společností a investičních fondů. Novelizací zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, se účetní standardy obchodníků s cennými papíry přiblížily mezinárodním standardům. Vyhláškou ministerstva financí č. 64/2003 Sb.,<sup>227</sup> byl stanoven požadavek kapitálové přiměřenosti pro obchodníka s cennými papíry, který není bankou nebo pobočkou zahraniční banky, na individuálním základě. Zákon o burze cenných papírů byl novelizován zákonem č. 251/2000 Sb., kterým byl zaveden automatizovaný obchodní systém a obchodování s instrumenty, které nejsou cennými papíry.

<sup>225</sup> Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0. s. 359.

<sup>226</sup> Seknička, P.: *Vybrané otázky kapitálového trhu – Regulace kapitálového trhu. (přednáška)* Praha: Univerzita Karlova, dne 6. 4. 2010.

<sup>227</sup> Vyhláška byla zrušena k datu účinnosti ZKPT.

### 3. 3. 3 Období 2004 – současnost

Po vstupu do Evropské unie se uplatňují přímo použitelné právní předpisy, v plném rozsahu nastupuje přizpůsobování české legislativy evropským požadavkům. Přičlenění přineslo na kapitálový trh nové standardy – jednotný trh umožnil nejen volný pohyb kapitálu, ale poskytovatelům služeb na kapitálovém trhu umožňuje na základě tzv. jednotného evropského pasu volný pohyb služeb po celém území Evropské unie; s touto skutečností jsou spojeny vyšší požadavky na kvalitu poskytovaných služeb. Uvedené změny se projevují na poli regulace a dohledu zavedením principu domovského státu. Změněné podmínky se promítly do cílů regulace následovně:

- prohloubit dohled nad finančními konglomeráty,
- větší transparentnost, zjednodušení legislativy,
- stejná kritéria k finančním institucím,
- využívání společné infrastruktury – transakční náklady.<sup>228</sup>

Mezníkem ve vývoji přístupu k regulaci a dohledu je 1. duben 2006. Tímto dnem nastává *integrace do jedné instituce* – ČNB.<sup>229</sup> Současně ukončuje svoji činnost Komise pro cenné papíry a její personální substrát přechází do ČNB (dalšími institucemi, kterých se integrace týká jsou úřady pro dozor nad pojišťovnami, penzijními fondy a družstevními záložnami). Obecným cílem sjednocení je především přispět k stabilitě finančních sektorů. Singer<sup>230</sup> jako pozitiva integrace uvádí:

- účinnější monitoring nad celým finančním trhem z jednoho místa,
- efektivnější dohled na finančními konglomeráty,
- vyšší efektivnost a synergie,
- jednodušší dosažení jednotné úrovně pravidel pro všechny účastníky finančního trhu,
- vyšší flexibilita a rychlejší odezva na inovace a změny na finančním trhu,
- jasnější vymezení odpovědnosti odstraněním zdvojení a „šedých zón“.

Ve vztahu k legislativním aktivitám je období charakteristické přípravou českého právního řádu v oblasti kapitálového trhu na začlenění do Evropské unie. Páteř nové legislativy vytvořily zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, zákon

<sup>228</sup> Seknička, P.: Vybrané otázky kapitálového trhu – Regulace kapitálového trhu. (přednáška) Praha: Univerzita Karlova, dne 6. 4. 2010.

<sup>229</sup> V této souvislosti viz také s. 42 (3. 1. 2 Česká národní banka)

<sup>230</sup> Singer, M.: The Capital Market in the Czech Republic: Development, Regulation, Supervision and Corporate Governance. Dostupné na:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/public/media\\_service/conferences/speeches/download/Singer\\_20070418\\_capital\\_market\\_in\\_CR.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/public/media_service/conferences/speeches/download/Singer_20070418_capital_market_in_CR.pdf), cit. 10. 5. 2011. s. 4.



č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování a zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. K této základní triádě lze přiřadit i zákon č. 257/2004 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím zákona o podnikání na kapitálovém trhu, zákona o kolektivním investování a zákona o dluhopisech. K převzetí agendy KCP Českou národní bankou, v souvislosti s integrací dohledu nad finančním trhem, došlo zákonem č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem. S ukončením činnosti KCP, došlo i ke změně názvu, ze zákona o KCP na zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu nad kapitálovým trhem. Integrojícím zákonem se stal ZPKT, který absorboval podstatné části jiných právních předpisů, mimo jiné značnou část zákona o cenných papírech. Se začleněním do evropských struktur vznikla povinnost kompatibility českého a evropského právního řádu. V oblasti finančního trhu se nejvýrazněji projevila tato povinnost s přijetím MiFID-u. V oblasti kolektivního investování mají obdobný význam směrnice UCITS. V této souvislosti, rozsáhlá novela ZPKT, kterou byl transponován MiFID, byl zákon č. 230/2008 Sb., o změně zákona o podnikání na kapitálovém trhu a souvisejících zákonů. Novela přinesla zlepšení ochrany investorů, především drobných klientů, zvyšuje rozsah regulace investičních služeb a investičních nástrojů, modifikace a rozšíření rozsahu pravidel činností a hospodaření OCP, zavádí institut vázaného zástupce, kategorizuje zákazníky, zavádí jednotný režim pro regulovaný trh s investičními nástroji a pro jeho organizátora, mnohostranný obchodní systém, reflektuje požadavky na zvýšení transparentnosti trhu etc.<sup>231</sup> Zákon č. 230/2009 Sb., novelizoval ZPKT i ZKI, rozšiřuje nebo zakládá nové veřejnoprávní povinnosti vybraným subjektům.<sup>232</sup>

### 3. 4 Právní regulace

Vzhledem k charakteru činnosti a významu kapitálového trhu, jsou subjekty a společenské vztahy související s kapitálovým trhem upraveny soustavou pravidel, která jsou zaštitěna autoritou státu. Obecně systematický přístup k regulaci kapitálového trhu ze strany státu, sledujeme až od druhé poloviny 19. století. Do té doby mají zásahy státní moci spíše

<sup>231</sup> Smolková, K.: Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Dostupné na:

<http://www.epravo.cz/top/clanky/novela-zakona-o-podnikani-na-kapitalovem-trhu-55271.html>, cit. 6. 8. 2011.

<sup>232</sup> Konkrétně: 1. emitentovi, jehož investiční cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu v členském státě Evropské unie; 2. osobě hodlající nabýt, dosáhnout nebo překročit stanovený podíl na hlasovacích právech nebo základním kapitálu obchodníka s cennými papíry, banky nebo družstevní záložny, nebo takové osoby ovládnout; 3. investiční společnosti, která obhospodařuje standardní fondy (MF: Zákon č. 230/2009 Sb. Dostupné na:

[http://mfcz.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft\\_transparentnost\\_49478.html?year=2009](http://mfcz.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_transparentnost_49478.html?year=2009), cit. 6. 8. 2011.).

charakter ojedinělý a neplánovaný, vyvolané aktuální potřebou v důsledku poruchy vztahů na kapitálovém trhu. Bazální je regulace prostřednictvím práva, kdy prostředkem stanovení pravidel je právní předpis. Jde o systém, který stanovuje základní limity struktury a činnosti subjektů vystupujících na kapitálovém trhu. Vzhledem k závaznosti a eventuální vynutitelnosti takto stanovených pravidel, představuje soustavu pravidel prvotního významu. Právní regulace vytváří jakousi první linii (v mnoha případech bohužel ale i poslední), která má zajistit řádné fungování kapitálového trhu. S ohledem na rovinu jejich účinného využití je nezbytné zajistit dostatečnou legislativní kvalitu právních předpisů, jejich přesnost, eventuálně pružnost a komplexnost systému úpravy. Regulace prostředky práva má napomáhat řádnému fungování subjektů působících na kapitálovém trhu a minimalizovat rizika – jádrem je právo kapitálového trhu. Je důležité zajistit právní úpravou vyvážený poměr mezi, na jedné straně dostatečnou ochranou kapitálového trhu stanovením relevantních požadavků (ať už vzhledem k subjektům nebo vztahům), na druhou stranu nepůsobit ve výsledku nadbytečnou svázanost kapitálového trhu, která by narušovala otevřenost a případnou efektivnost a další rozvoj kapitálového trhu.

Regulace, a tedy samozřejmě i regulace právní, stanovuje omezení, nutno však brát v potaz skutečnost, že výslední legislativa, a tedy úprava společenských vztahů, je do značné míry ovlivněna politickými rozhodnutími. „Možnosti, jak politicky prosadit instituce podporující růst a rozvoj, jsou omezeny kulturním charakterem současné společnosti.“<sup>233</sup> Výsledky právní regulace – právní předpisy, je možné s ohledem na politickou dimenzi rychle měnit, hodnoty vyplývající z etiky jsou naopak vůči politickým rozhodnutím značně odolné. Můžeme vysledovat určitou vzájemnou podmíněnost – formální pravidla se rychleji a účinněji internalizují, nejsou-li v rozporu s pravidly neformálními.

Je nezbytné přijmout skutečnost, že jednání politika (jakožto určitého jednotlivce) je taktéž vedeno k maximalizaci vlastního užitku. V tomto směru lze rozlišit jednak snahu zabezpečit trvání své výhodné pozice – jednání směrem ke znovuzvolení; na druhé straně jednání, které je v rozporu s hodnotným a odpovědným jednáním zaměřeným na dosažení prospěchu obecného rázu – přímé profitování z funkce, tzv. dobývání renty, kterým rozumíme „činnost skupiny, jejíž členové se snaží využít politického procesu k získání

---

<sup>233</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 13.

zvláštních výhod“<sup>234</sup>. Většina politiků je motivována kombinací pragmatismu a ideologie – snaha a touha po zvolení, ve spojení s představami o tom, jak by se mělo vládnout. Obdobně se mylně předpokládá, že politici disponují kvalitnějšími znalostmi než ostatní účastníci. Nelze se taktéž vyhnout úvaze, že nikoli ideje, nýbrž zájmy jsou rozhodující determinantou jednání politika – nejsou-li ideje v souladu se zájmy, nelze očekávat jejich promítnutí v rozhodnutích politika (a nelze tedy ani počítat s jejich eventuální transformací v právní předpisy).

Výstupy, které jsou výsledkem politického rozhodnutí, by měly korespondovat s veřejným zájmem. Správná identifikace veřejného zájmu, by měla být výsledkem racionálních úvah a reálného vyhodnocení aktuálních i dlouhodobých potřeb; a jeho následná transformace do konkrétní a přijatelné veřejné politiky. Případné konflikty veřejného zájmu nutno řešit v rovině odborných diskusí a ne jako výsledek prosazení lobbyistických zájmů.

V této souvislosti je namístě si položit i otázku, jakým způsobem sankcionovat politika v případě porušení omezení, jimž by mělo být podřízeno jeho chování.

Jako *důvody nutnosti ingerence státu* v procesu regulace Pavlát<sup>235</sup> uvádí:

- k zabezpečení hladkého fungování finančního trhu je nezbytné stanovit „pravidla hry“, jimiž se řídí účastníci trhu,
- je nezbytně nutné zabezpečit ochranu zájmů investorů před nebezpečím hrozcím v důsledku pokusů o podvod, podvodů, machinací, nezákonných uhlav, manipulacím úpadků a celkového chaosu, který by mohl bez této regulace nastat,
- je nezbytné chránit finanční trh před monopolizací a zabezpečit konkurenční prostředí na tomto trhu.

Praktické zkušenosti států potvrdily, že adekvátní regulace má pozitivní dopad na rozvoj kapitálového trhu. V tomto směru se jako účinnější ukazuje integrovaný regulační orgán, než difuze pravomocí na několik institucí. Dalším trendem ve vývoji, je tendence ke stoupající nezávislosti regulujícího orgánu na orgánech státních.

<sup>234</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s.

236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 84.

<sup>235</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN 80-85424-90-8. s. 33.

Z hlediska *způsobu regulace* kapitálového trhu, Dědič<sup>236</sup> rozlišuje v oblasti právní regulace, regulaci:

- *předběžnou* – stanovuje pravidla, která souvisí výkonem činnosti vztahující se ke kapitálovému trhu. Předběžná regulace preventivně zabezpečuje přístup na kapitálový trh prostřednictvím omezení, která mohou být stanovena zákonem, nebo formou povolovacího řízení (které předpokládá taktéž úpravu právním předpisem). Na povolení může být v odůvodněných případech právní nárok, nebo je jeho udělení výsledkem správního uvážení,
- *následnou* – navazuje na regulaci předběžnou. Podmínky stanovené v povolení, se mohou vyžadovat i následně – v průběhu činnosti,
- *průběžnou* – lze ji považovat za nejdůležitější. Podstatou je sledování dodržování pravidel stanovených pro výkon činností vztahujících se k působení na kapitálovém trhu, která jsou shodná pro všechny subjekty téhož druhu.

V souvislosti se zásahy státu do kapitálového trhu prostřednictvím právních prostředků, mluvíme o *reglementaci* – tedy „úpravě společenských vztahů vznikajících mezi subjekty, které působí na kapitálovém trhu, právními normami“.<sup>237</sup> Podstatou reglementace je tvorba právních norem, na kterých se podílí Parlament České republiky, Ministerstvo financí a Česká národní banka. Z hlediska hierarchie právních norem můžeme reglementaci rozdělit na:

- *reglementaci zákonem* – základní úprava pravidel chování bývá upravena zákonem. Zákonodárná moc, reprezentovaná Parlamentem ČR, vytváří základní rámec pro úpravu vztahů v oblasti kapitálového trhu. Zákonná úprava, resp. zákon je však až výsledkem legislativního procesu. V souvislosti s přípravou návrhů zákonů v oblasti kapitálového trhu je stěžejní postavení Ministerstva financí, jakožto dominantní instituce, která se podílí na přípravě návrhů<sup>238</sup> zákonů pro oblast kapitálového trhu,
- *reglementaci podzákonými právními předpisy (prováděcími předpisy)* – pravidla, která tvoří obsah podzákoných právních předpisů, upravují jevy a vztahy, které podléhají častějším změnám, zahrnují specifické náležitosti nebo detailnější podrobnosti. Nemohou upravovat oblasti, které jsou vyhrazeny zákonu, jsou vždy

<sup>236</sup> Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0.

<sup>237</sup> Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0. s. 204.

<sup>238</sup> V této souvislosti viz také s. 44 (3. 1. 2 Česká národní banka).

secundum et intra legem. Výhodou je předpoklad odbornosti, blízkost k řešené problematice a z toho plynoucí znalost aktuálního stavu subjektem, který podzákonný právní předpis vydává. Možnost odvozené normotvorby je garantována na ústavní úrovni – ministerstva, jiné správní úřady a orgány územní samosprávy mohou na základě a v mezích zákona vydávat právní předpisy, jsou-li k tomu zákonem zmocněny.<sup>239</sup> Původně byla ústředním správním úřadem pro oblast kapitálového trhu Komise. S přechodem kompetencí se oprávněným subjektem k vydávání sekundární normotvorby ve vztahu ke kapitálovému trhu stala ČNB, které jsou svěřeny kompetence správního úřadu.<sup>240</sup>

### 3. 4. 1 Deregulace

S regulací z pozice práva, se od první poloviny 80. let 20. století spojuje i tendence a proces deregulace. Regulace, vzhledem k rigiditě a archaičnosti některých pravidel, se leckdy v mnoha ohledech ukázala být spíše brzdou vývoje a zavádění inovací. Přílišná regulace omezovala vytvoření zdravého konkurenčního prostředí, které by napomáhalo rozvoji kapitálového trhu. První impulsy vyšly z USA, významným předělem je tzv. Big Bang<sup>241</sup> ve Velké Británii, postupně se deregulace rozšiřovala a uplatňovala v ostatních zemích. Deregulaci můžeme částečně chápat jako konsekvent a vyústění procesu desintermediace<sup>242</sup> a sekuritizace.<sup>243</sup> Cílem procesu deregulace není odstranění regulace a ponechání oblasti kapitálového trhu bez právních pravidel volnému působení tržních mechanismů. Záměrem je liberalizace pravidel, která mají umožnit především přístup širšímu okruhu subjektů, na druhou stranu, posílit a zefektivnit regulaci pravidel, která jsou spojena s následným

<sup>239</sup> Čl. 79 odst. 3 úst. zák. č. 1/1993 Sb., Ústava ČR.

<sup>240</sup> § 1 odst. 3 ČNBZ.

<sup>241</sup> Big Bang, neboli velký třesk je reforma, která proběhla ve Velké Británii v říjnu 1986. Reforma zahrnovala:

- změnu pravidel členství na burze,
- zrušení minimálních provizí – výše provize je nově výsledkem dohody,
- zprostředkovatelé služeb mohou provádět obchody na cizí i vlastní účet,
- elektronizace burzy,
- nová legislativa, která podmínila změnu regulačního systému. (Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN 80-85424-90-8. s. 230, 231).

<sup>242</sup> Desintermediace je obcházení bankovního systému, na kapitálovém trhu se projevuje jako snaha obejít se bez služeb zprostředkovatelů. (Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9. s. 103).

<sup>243</sup> Sekuritizace je přesun úvěrových toků z bankovní oblasti na trh půjček. (Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9. s. 100).

výkonem činností na kapitálovém trhu. V této souvislosti Dědič<sup>244</sup> upozorňuje, že nejde ani tak o proces deregulace, jako spíše o proces *reregulace* – tedy přesun pozornosti a striktnosti regulace z oblasti předběžné regulace (preventivní přístup na trh) k posílení průběžné regulace. Deregulace tak vystupuje spíše jako „jiný způsob regulace, často ve spojení se samoregulací“<sup>245</sup>. Jako příčiny, které vyvolávají nutnost procesu deregulace Pavlát<sup>246</sup> uvádí:

- potřeba ochrany před nestabilitou měnových relací a úrokových sazeb,
- narůstající technický pokrok, zavádění moderní informatiky a telekomunikační techniky,
- potřeba uvolnit cestu mezinárodním kapitálovým pohybům,
- nutnost podpory financování rostoucího deficitu veřejného sektoru,
- nutnost otevření přístupu na národní kapitálový trh nerezidentům.

V rámci obecné diskuse mezi tendencemi regulačními a deregulačními, Kaufman již v roce 2004 formuloval tzv. pravidla rozumné regulace, s cílem načrtnout a případně zabezpečit účinnost a funkčnost regulace. Konkrétní podoba pravidel zní:

- první pravidlo rozumné regulace vyplývá z faktu, že se společnost nachází před rozhodnutím mezi regulovaným a deregulovaným finančním trhem. Většinou se tomuto rozhodnutí vyhýbá. Na regulovaných trzích nesou řídicí orgány určitou odpovědnost za chyby a nedostatky finančních institucí, na které dohlíží. Tržní kázeň hraje určitou roli, ale zpravidla se týká jen menších institucí. Pro instituce s politickými vazbami se obvykle vždy najde v případě potíží nějaká formální či neformální záchranná síť. Naproti tomu pravý systém deregulovaných trhů dovoluje ztráty i zisky i bankrot velkých institucí. Tržní kázeň se vnímá velmi vážně. Přitom v žádném státě neexistuje skutečně deregulovaný finanční trh – jde o směsici formálních regulačních mechanismů, existujících vedle méně formálního úředního dohledu založeného na konkrétním posouzení, koexistujících s velkým sektorem ekonomických aktivit, jež unikají regulaci a dohledu vůbec,
- druhé pravidlo rozumné finanční regulace: komplexní deregulace je neuskutečnitelná a její skutečné důsledky jsou nepřijatelné i pro vládu vyznávající přednosti kapitalismu volného trhu. Čím víc je ekonomika orientovaná na volný trh, tím víc potřebuje úřední dohled nad finančními institucemi. Neznamená to již dotěrnější regulaci, spíš to znamená, že dohlízející úředníci musí lépe znát rozmanitost operací,

<sup>244</sup> Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0. s. 206.

<sup>245</sup> Bohatá, M.: *Základy hospodářské etiky*. Praha: VŠE, 1997. 126 s. ISBN 80-7079-428-3. s. 60.

<sup>246</sup> Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9. s. 105.

- do kterých se instituce pouštějí (rizikové aktivity, kvality jejich rizikového modelování a vlivu, jaký mohou mít mimorozvahové aktivity na prosperitu instituce),
- třetí pravidlo říká, že ve světě rostoucí finanční konsolidace musí vedoucí finanční instituce vyhovovat neobvykle vysokým požadavkům podnikatelského chování. Musí brát v úvahu nejen své úzké soukromé cíle, ale též nemalou společenskou odpovědnost,
  - čtvrté pravidlo rozumné finanční regulace nás ujišťuje o tom, že účastníci trhu budou vždy riskovat až do krajnosti, pokud jim v tom něco nezabrání (v této oblasti jsou marže nejvyšší, odměny nejlukrativnější....),
  - páté pravidlo rozumné finanční regulace říká, že regulační odezva na nové finanční metody a nástroje je obvykle náhodná. Současné finanční podnikání probíhá napříč tradičním rozhraním. Týká se to i hodnocení systémového rizika – řada transakcí se dojednává i realizuje mimo tradiční platební mechanismy,
  - šesté pravidlo rozumné reformy regulace tvrdí, že finanční deregulace a inovace komplikují práci nejen regulátorům, ale i peněžním orgánům. Jinými slovy, peněžními opatřeními se neregulovaný systém stabilizuje obtížněji než regulovaný,
  - sedmé pravidlo regulace hlásá, že současný systém přehání regulaci drobných záležitostí a nevšímá si významnějších, systémových slabin. Regulační režimy mají tendenci přežívat, to znamená, že se zákony a instituce mění pomaleji než trhy a technika. Takže je obtížné se v dalších letech zbavit regulace, která zastarala, jsou-li pro ni teď zdánlivě dobré důvody.
  - osmé pravidlo – finanční instituce mají stále častěji mezinárodní charakter, a tak bude dohled stále obtížnější, nedojde-li k větší globální harmonizaci standardů a postupů v oblasti regulace, zveřejňování informací a obchodování. Všichni hlavní účastníci a nástroje současných kapitálových trhů jsou integrováni, ale standardy a vztahy dohledu a auditu jsou pořád nedostatečné.<sup>247</sup>

Finanční krize z roku 2008 ukázala nedostatky přehnaných deregulačních snah. Sekundární sekuritizace podporující netransparentnost, prohloubila informační asymetrii mezi dlužníkem a potenciálním investorem. Přitom stanovení pravidel, jejichž obsahem je povinnost poskytnout nezavádějící a adekvátní informace, je jedním ze základních požadavků kladených na regulaci. Současné docházelo k rozšíření záporných externalit –

---

<sup>247</sup> Kaufman, H.: *O penězích a trhu: svobodný trh a jeho úskalí pohledem slavného wallstreetského finančníka*. Přel. J. Placht. Praha: Prostor, 2004. 343 s. ISBN 80-7260-112-1. s. 207-211.

šíření „finanční nákazy“, přičemž jedním z dalších hlavních úkolů regulace, který může lépe zabezpečit stát, je „zabránit šíření záporných externalit z problémových finančních institucí na ekonomicky zdravé finanční instituce, a tím zamezit systémové nestabilitě a riziku selhání celého finančního systému“.<sup>248</sup> Další oblastí bylo zanedbání regulace ratingových agentur, kde nedostatek obecně závazných pravidel jejich činnosti stanovených ze strany státu, přispíval k násobení nedostatků uvedených výše. Úkolem právní regulace by mělo být i poskytnutí ochrany a omezení dopadů, které na finanční systém mají off-shore centra (kde regulace chybí zcela).

Situace posledních let ukázala, že právní regulace státní provenience je neodmyslitelnou součástí regulace; a její význam, vzhledem k událostem bude posilovat.

### 3.5 Mimoprávní regulace

Oblast kapitálového trhu není regulována pouze formálně – prostřednictvím právní regulace, je regulována rovněž mimoprávně – neformálně, prostřednictvím norem, které mají svůj základ v etice. Soustava pravidel, které se opírají o etiku, postrádají sice rozměr stupně vynutitelnosti pravidel, která jsou podepřena státní autoritou, avšak jejich dodržování přináší užitek v dlouhodobém horizontu. Úroveň etických pravidel používaných na konkrétním kapitálovém trhu, koresponduje s jeho vyspělostí. Vymezení relevantních a osvojení si těchto preferovaných etických pravidel trvá delší časovou dobu. Návratnost tohoto zdlouhavého procesu je však kompenzována vysokou mírou důvěry subjektů kapitálového trhu, což má pozitivní dopad na vývoj a rozvoj daného kapitálového trhu. „Mladé“ trhy se vyznačují nedostatečnou zakotveností, někdy dokonce absencí etických principů, což se projevuje zvýšenou mírou nekalého jednání, které zpětně oslabuje kapitálový trh. Na kapitálových trzích, které se vyznačují dlouhodobou kontinuální činností (především v USA a Velké Británii) je princip etických hodnot podstatnou a samozřejmou součástí prostředí kapitálového trhu. Na těchto trzích je značně rozvinutý princip *samoregulace*, kdy subjekty (především burzy a obchodníci s cennými papíry) jsou oprávněny sami si vytvářet závazná pravidla, která jsou vynutitelná orgány těchto subjektů. Značně je rozšířen členský princip, který posiluje důvěryhodnost investorů k těmto institucím, jelikož pro vznik členství je nutné splnit požadavky, přičemž řada z nich vychází z etických norem. Nespornou výhodou

<sup>248</sup> Musílek, P.: Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. In: Český finanční a účetní časopis, 2008, Vol. 2008, No. 4, s. 6-20. Dostupné také na: [http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc\\_2008-4\\_020.pdf](http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf), cit. 8. 8. 2011.



samoregulace, je možnost pružně reagovat na nečekané výkyvy, kdy potřebnou změnu lze uskutečnit v rychlejším čase (odpadá nutnost čekat na leckdy zdlouhavý zákonodárský proces) a s nižšími náklady. Na druhou stranu, v případě rozsáhlé samoregulace v prostředí, které se nevyznačuje dostatečnou vyspělostí, může docházet případně k rigiditě systému, který nestačí, resp. se brání změnám. Tímto způsobem vzniklé problémy je následně nutné vyrovnávat reglementací, přičemž tento proces se může neúměrně prodloužit a neskýtá ani záruku uspokojivého vyřešení. V současné době lze vysledovat dva základní přístupy k účasti samoregulujících institucí na regulaci kapitálového trhu. První alternativa je založena na dominantním postavení státního regulátora, přičemž určité oblasti jsou přenechány k samostatné úpravě samoregulujícím institucím (nejčastěji burze, nebo subjektu, který sdružuje obchodníky s cennými papíry). Výhodou této koncepce je blízký kontakt mezi subjekty pravidla vytvářejícími (a těchto subjektů se přímo dotýkajících) a aktuálními potřebami, které vycházejí z nutnosti úpravy konkrétních situací (často nenadálých). Flexibilita takto nastaveného systému je nesporná, avšak efektivní fungování je podmíněno zodpovědným přístupem (tedy podmínkami, které spadají do oblasti etiky a psychologie), který vyloučí eventuální nekalé jednání a omezí tendence k zneužívání. Druhý přístup počítá taktéž s nadřazeným postavením státních orgánů, avšak neřídí se principem delegace (jako v prvním případě), ale je koncipován na principu kooperace mezi subjekty regulujícími a subjekty regulaci podléhajícími. Podstatou druhé varianty je vzájemná komunikace, která se nejčastěji uskutečňuje prostřednictvím vzájemných konzultací, které napomáhají odstranit nedostatky připravovaných pravidel ještě v počáteční fázi legislativního procesu a současně poskytují zpětnou vazbu k právním předpisům již platným a účinným.

### 3. 5. 1 Etika v procesu regulace

Vztah etiky a regulace je vztahem vzájemné provázanosti. Etické hodnoty vymezují preferovaný finální cíl, kterého by prostřednictvím regulace mělo být dosaženo, zároveň tento konečný cíl zpětně vymezuje rámec výběru konkrétních hodnot při stanovování pravidel. Pravidla, která jsou výsledkem regulace, vycházejí z určitého konkrétního sociálně-kulturního kontextu, ve kterém jsou určité hodnoty internalizovány (které jsou „obsaženy“ v daném prostředí, resp. skupině). Součástí jsou pozitivní i negativní hodnoty. Druhou dimenzí je rovina, které hodnoty použít při regulaci společenského jevu – tedy tendence k ideálnímu stavu. Preferovány jsou pozitivní hodnoty, negativní je naopak snaha vyloučit.

Etika se „zabývá normami lidského chování, rozhodnutími, která lidé činí, a způsoby, jimiž svou volbu odůvodňují“.<sup>249</sup> Jednání můžeme považovat za morálně významné, splňuje-li alespoň:

- týká se (přímo nebo nepřímo) jedné či více osob,
- týká se situace, v níž lze racionálně uvažovat důsledcích možného průběhu událostí,
- existuje dostatečná míra svobody, která dovoluje různé možnosti průběhu událostí, a tímto plnohodnotnou volbu.<sup>250</sup>

Závěry, které nabízí etika neslouží již výlučně k rozvoji filozofie, ale přesahují svůj původní obor a nachází široké uplatnění napříč společenskými vědami. Ve vztahu k regulaci, bude vystupovat jako aplikovaná etika. Vzhledem k mnoha podobnostem, chápeme v diplomové práci etiku, která se týká stanovování a uplatňování pravidel – regulace, jako zvláštní součást *hospodářské etiky*, která „zahrnuje morální normy a hodnoty, které usměrňují jednání a chování v ekonomice“,<sup>251</sup> především pak „hodnocení specifického jednání – zda je správné či nesprávné“.<sup>252</sup> Lze ji charakterizovat jako „stálý proces hledání rovnováhy mezi ekonomickými zisky a společenskými důsledky“.<sup>253</sup> Zaměřuje se na zkoumání:

- praktického rozhodování a jednání,
- tvůrčího a inovativního jednání.<sup>254</sup>

Ve vztahu k regulaci je právě „tvůrčí a inovativní jednání“ v centru zájmu. Hodnotit výsledek v dimenzi správný – nesprávný lze na úrovni regulace jako jevu. Současně nelze přehlédnout skutečnost, že vytváření pravidel (včetně závazných norem) se neděje samočinně, ale je vždy podmíněno lidmi a jejich přístupem k aktuálnímu problému. Tedy hodnocení jednání se děje i na této základní (nižší) úrovni.

<sup>249</sup> Thompson, M.: *Přehled etiky*. Přel. P. Císařová. Praha: Portál, 2004. 168 s. ISBN 80-7178-806-6. s. 27.

<sup>250</sup> Thompson, M.: *Přehled etiky*. Přel. P. Císařová. Praha: Portál, 2004. 168 s. ISBN 80-7178-806-6. s. 27.

<sup>251</sup> Seknička, P., Bohatá, M., Šemrák, M.: *Úvod do hospodářské etiky*. Praha: CODEX Bohemia, s.r.o., 1997. 192 s. ISBN 80-85963-40-X. s. 79.

<sup>252</sup> Seknička, P., Bohatá, M., Šemrák, M.: *Úvod do hospodářské etiky*. Praha: CODEX Bohemia, s.r.o., 1997. 192 s. ISBN 80-85963-40-X. s. 79.

<sup>253</sup> Dušková, I., Džbáňková, Z.: *Etická dimenze institucionálních změn (vybrané problémy)*. Praha: Oeconomica, 2005. 123 s. ISBN 80-245-0961-X. s. 43.

<sup>254</sup> Seknička, P., Bohatá, M., Šemrák, M.: *Úvod do hospodářské etiky*. Praha: CODEX Bohemia, s.r.o., 1997. 192 s. ISBN 80-85963-40-X. s. 78.

Byť ve výsledku se projevuje jako aplikovaná, neméně důležité je využití *obecné etiky*. S ohledem na strukturu etiky, považujeme za relevantní v souvislosti s naším tématem, rozdělení na:

- *deskriptivní etika* – popisuje hodnoty určité society, vrstvy nebo skupiny. Dále také zjišťuje faktory odpovědné za proměnu morálních hodnotových představ a základních předpokladů, ovlivňujících určité fáze jednání a chování.<sup>255</sup> Součástí tohoto přístupu není tedy hodnocení a polarizace pozitivní – negativní; tento přístup se omezuje pouze na konstatování určitého stavu. Východiskem pro zkoumání jevu je pochopení stavu (který vychází z popisu tohoto stavu) k určitému okamžiku. S ohledem na regulaci, je tedy nutné a priori zaznamenat stav, v němž se tvorba pravidel bude uskutečňovat. Jako důsledek nedostatečného soustředění pozornosti na důkladnou analýzu této „předfáze“, se mohou vyskytnout situace, kdy pravidla nebudou korespondovat se stavem, který je určité společnosti vlastní, a přes případnou technickou dokonalost pravidel nebude jejich reálná aplikace korespondovat s původně zamýšleným záměrem. Popis hodnot, které reprezentují určitou společnost je důležitou součástí procesu – slouží jako vodítko pro výběr hodnot, které v rámci regulace následně eventuálně uplatnit. Deskripce stavu nabízí možnost sledovat změny a vývoj tohoto stavu. Výstupy tohoto přístupu lze využít k predikci případného posunu hodnot – sledování stavů pro určitá období, usnadňuje výběr a správné načasování dosud přímo nezapojených etických hodnot a odhadnout jejich přijetí,
- *normativní etika* – se zaměřuje na normativní prvky, podle nichž se lidé ve svém rozhodování řídí. Zabývá se otázkami týkajícími se povinností a hodnot, které mravní rozhodnutí ovlivňují a někdy také vyjadřují.<sup>256</sup> Koncentruje se na otázku, jak by člověk měl jednat, tedy normativní etika se zaměřuje na to co má být, nikoli to, co je.<sup>257</sup> Z výše uvedeného vyplývá, že daný přístup se zabývá hodnotami i z jejich pozitivní a negativní stránky; zda zamýšlenému cíli prospívají, nebo jej naopak brzdí. Pro oblast regulace je tedy významné reflektovat určité hodnoty, které budou ve výsledku pozitivním přínosem při stanovování pravidel v rámci usměrňování

<sup>255</sup> Seknička, P., Bohatá, M., Šemrák, M.: *Úvod do hospodářské etiky*. Praha: CODEX Bohemia, s.r.o., 1997. 192 s. ISBN 80-85963-40-X. s. 15.

<sup>256</sup> Seknička, P., Putnová, A., Uhlář, P.: *Etické řízení ve firmě*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. 168 s. ISBN 978-80-247-1621-3. s. 43.

<sup>257</sup> Seknička, P., Bohatá, M., Šemrák, M.: *Úvod do hospodářské etiky*. Praha: CODEX Bohemia, s.r.o., 1997. 192 s. ISBN 80-85963-40-X. s. 16.

určitého jevu a jejich následná internalizace do systému. Jedním z cílů mimoprávní regulace je právě import etických hodnot do procesu regulace. Nezbytným krokem k dobré regulaci, je mít představu, resp. vytvořit soubor vhodných hodnot, které budeme chtít zakomponovat a uplatnit. Takto vybraný soubor hodnot je však specifický tím, že se vyznačuje univerzální až kategorickou platností. Pohled normativní etiky vnáší do regulace rozměr: povinnosti – jak jednat (v našem případě – aby bylo dosaženo efektivní regulace) a hodnoty ve smyslu axiologickém. K tomu je však nutné znát rámec, ve kterém se budeme pohybovat – tedy využít poznatky stavu, které nabízí deskriptivní etika,

- *metaetika* – se zabývá otázkou jazyka, který v souvislosti s etickými kategoriemi užíváme a jak lze tento jazyk odůvodnit. Záměrem je postihnout význam určitého výroku, mínění určitého prohlášení,
- *aplikovaná etika* – společenské vztahy vyvolávají etické otázky. Aplikovaná etika rozebírá rozhodnutí v rámci určité oblasti v souvislosti s teorií etiky.<sup>258</sup> Je orientována praktickým směrem, vyjadřuje se ke konkrétním otázkám, které vyvstávají v rámci odborných disciplín.

V souvislosti s normativním přístupem můžeme rozlišit čtyři základní proudy:

- etika ctnosti,
- etika povinnosti,
- etika užitku,
- etika odpovědnosti.<sup>259</sup>

### **Etika ctnosti**

Ctností (arété) rozumíme zdatnost – tendenci, dispozici jednotlivce k určitému jednání (dobrému jednání), která má trvalý a relativně neměnný charakter. Etika ctnosti je orientována na jednotlivce, na jeho osobnost a osobní motivy. Problematika ctností je primárně spojena s Platónem, Aristotelem a Tomášem Akvinským, v moderní historii A. MacIntyre (neoaristotelismus).

*Platón* v rámci svého učení o idejích, považuje za nejvyšší ideu – ideu nejvyššího dobra. V oblasti etiky, člověk participuje na této nejvyšší ideji svou nesmrtelnou duší; tím, že

<sup>258</sup> Thompson, M.: *Přehled etiky*. Přel. P. Císařová. Praha: Portál, 2004. 168 s. ISBN 80-7178-806-6.

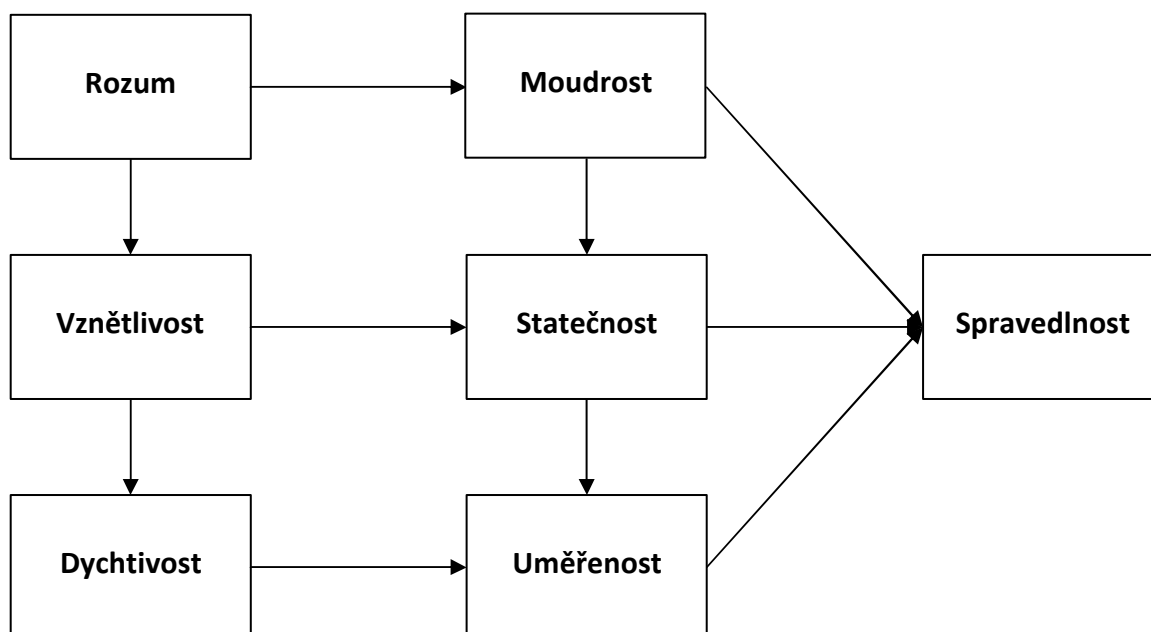
<sup>259</sup> Seknička, P., Bohatá, M., Šemrák, M.: *Úvod do hospodářské etiky*. Praha: CODEX Bohemia, s.r.o., 1997. 192 s. ISBN 80-85963-40-X. s. 16.

se pozdvihne do nadsmyslového světa. K tomuto stavu se lze nejvíce přiblížit skrze ctnost.<sup>260</sup>

Člověk je charakterizován třemi základními silami: rozumem, vznětlivostí a dychtivostí. Platón, z této báze, dále rozpracovává teorii *základních ctností*:

- *rozum* – je postaven nejvýše, jelikož je schopen postihnout ideu dobra. Nejbliže se k této nejvyšší ideje dostane, dosáhne-li *ctnosti moudrosti*. Rozum, který takto dospěje k svému pravému určení, je schopen organizovat smyslové části duše – řídit a vhodným směrem zaměřovat vznětlivost a dychtivost,
- *vznětlivost* – rozum ovládající vznětlivost, ji orientuje k pravému dobru, k jeho osvojení, setrvání u něj, a i přes překážky neustálé tendování k němu; čímž vznětlivost dosahuje *ctnosti statečnosti*,
- *dychtivost* – dychtivost, která je ovládána vznětlivostí vycvičenou k statečnosti, je schopna usměrňovat žádostivost k pravému dobru. Tímto opanováním žádostivosti, dosahuje dychtivost *ctnosti uměřenosti*.

Obr. č. 3: Základní ctnosti u Platóna



Pramen: Anzebacher, A.: *Úvod do etiky*. Praha: Academia, 2001.

Dosažením řádu v těchto základních silách (částech duše), stává se člověk spravedlivým a ctnostným, jelikož koná to, co mu náleží. Základní ctnosti jsou primárně orientovány

<sup>260</sup> Störig, H. J.: *Malé dějiny filozofie*. Přel. P. Rezek, M. Petříček, K. Šprunk. Praha: Zvon, 1996. 559 s. ISBN 80-7113-175-X.

na dosažení dokonalosti individuální, aplikace na širší kontext interpersonálních vztahů, pak tkví pouze v rozšíření tohoto základního přístupu na širší sociální rámec.<sup>261</sup>

*Aristotelés* rozlišuje činnost teoretickou (poznání), praktickou (jednání) a tvořivou (zhotovování). Etika se týká činnosti praktické – jednání, které je hodnotné samo v sobě. Nejvyšším cílem je blaho, o něž všichni usilují.<sup>262</sup> Ctnost chápe jako střed mezi dvěma krajnostmi. Dobré povahové rysy označuje jako ctnosti, negativní jako neřesti – rozumu odporující jednání. Významná role v této souvislosti je přikládána výchově a tradici, které působí na formování, vývin a stálost ctnosti;<sup>263</sup> ta je pak výsledkem vzájemného působení volby, pochopení a rozumu (jednotlivec tedy jedná z vlastní náklonnosti, která je uspořádána rozumem). Ctnost se osvojuje opakovaným jednáním, učíme se jí jejím vykonáváním. Příznakem toho, že jsme v rámci tohoto praktického nácviku dosáhli habitu, je uvědomování si libosti eventuálně nelibosti při konání určité dané činnosti. V základní rovině *Aristotelés* rozlišuje:<sup>264</sup>

- *dianoetické ctnosti* – založené na rozumu. Dále se rozvětvují – 1. co nepřipouští žádnou změnu působením lidské činnosti a 2. co může být změněno lidskou činností.
- *etické ctnosti* – založené na vůli. Jde o návyky, které zaměřují jednání k dobrému jednání. Etické ctnosti, tedy rozumem ovládané smyslové náklonnosti, lze považovat za osvojené, pokud je dobro konáno lehce, ochotně a s radostí. Praktický rozum „vychází z všeobecného, od dobra vůbec jakožto cíle jednání, a toto všeobecné vztahuje na zvláštnost situace, ve které má dojít k jednání; vždycky přitom předpokládá teoretické poznání“.<sup>265</sup> Etické ctnosti jsou zasazeny do rámce společenského života – tedy v kontextu ekonomických a politických sociálních vztahů. Za nejvyšší v tomto směru považuje ctnost spravedlnost, která každému dává co mu náleží a vyrovnává společenský systém.
- *poiетické ctnosti* – praktické dovednosti.<sup>266</sup>

<sup>261</sup> Anzenbacher, A.: *Úvod do etiky*. 2. vyd. Přel. K. Šprunk. Praha: Academia, 2001. 292 s. ISBN 80-200-0917-5.

<sup>262</sup> Anzenbacher, A.: *Úvod do filozofie*. Přel. K. Šprunk. Praha: Státní pedagogické nakladatelství, 1990. 304 s. ISBN 80-04-25414-4.

<sup>263</sup> Seknička, P., Putnová, A., Uhlář, P.: *Etické řízení ve firmě*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. 168 s. ISBN 978-80-247-1621-3.

<sup>264</sup> *Aristotelés: Etika Nikomachova*. 2. vyd. Přel. A. Kříž. Praha: Rezek, 1996. 493 s. ISBN 80-901796-7-3.

<sup>265</sup> Anzenbacher, A.: *Úvod do filozofie*. Přel. K. Šprunk. Praha: Státní pedagogické nakladatelství, 1990. 304 s. ISBN 80-04-25414-4. s. 235.

<sup>266</sup> Anzenbacher, A.: *Úvod do etiky*. 2. vyd. Přel. K. Šprunk. Praha: Academia, 2001. 292 s. ISBN 80-200-0917-5.

Obr. č. 4: Aristotelova klasifikace ctností

ctnost zdatnost	dianoetická	v tom, co je neměnné	chápání principů věda moudrost
		v tom, co je měnitelné	umění jako ctnost vytváření rozumnost jako ctnost jednání
mravní (etická)	obecná		statečnost jako ctnost vznětlivosti střed mezi opovázlivostí a zbabělostí uměřenost jako ctnost dychtivosti v protikladu k nevázanosti
		v zacházení s penězi a majetkem	štědrost střed mezi marnotratností a lakomstvím velkorysost střed mezi okázalostí a malicherností
		v poměru k vážnosti a cti	velkomyslnost střed mezi nadutostí a malomyslností zdravá ctižádost střed mezi příliš mnoho a příliš málo mírnost střed mezi příliš mnoho a příliš málo
		ve styku s druhými	pravdivost střed mezi vychloubavostí a ironií slušnost/humor střed mezi šaškovstvím a upjatostí přívětivost střed mezi lichocením a svárlivostí
		v politickém životě	spravedlnost

Pramen: Anzenbacher, A.: Úvod do etiky. Praha: Academia, 2001.

Tomáš Akvinský vychází ze základních ctností (mravní ctnosti) Platónových a Aristotelových, v pojetí Tomáše Akvinského „představují lidské vlastnosti, které jsou podle rozumu potřeba k tomu, abychom žili mravním životem a dosáhli svého účelu, v čemž rozum

spatřuje celkový smysl života“.<sup>267</sup> Nadstavbu představují ctnosti teologické, které rozvíjejí ctnosti mravní a člověku jsou dány Boží milostí.

- *základní ctnosti:*
  - *rozumnost,*
  - *spravedlnost,*
  - *statečnost,*
  - *uměřenost,*
- *teologické ctnosti:*
  - *víra* – zdokonalení rozumu,
  - *naděje* – zdokonalení vůle, vztahuje se k vznětlivosti,
  - *lásky* – taktéž zdokonalení vůle, vztahuje se ale k dychtivosti.<sup>268</sup>

### Etika povinnosti

Etika povinnosti je primárně spojena s *I. Kantem* jako výsledek tzv. kritického přístupu. Je konstruována na racionálních základech, oblast etiky je spojována s praktickým rozumem, ačkoliv je tento komplementárně propojen s čistým rozumem,<sup>269</sup> důležitější jsou praktické principy než spekulativnost.<sup>270</sup> V rámci kategorického imperativu lze vysledovat dvojí charakteristiku: „za prvé čistý rozumový motiv v něm má nabýt povahy nepodmíněné kategorické povinnosti... za druhé se musí tento rozumový motiv vztahovat na konkrétní praxi v životě a ve světě“.<sup>271</sup> Kategorický imperativ, jakožto bezpodmínečný příkaz mravního zákona, který je formální a absolutní, nutno odlišit od tzv. hypotetického imperativu, který je podmíněný. Maximy můžeme charakterizovat jako „subjektivní praktické zásady, jež obsahují všeobecné určení vůle“,<sup>272</sup> a u Kanta se objevují ve dvou rovinách.<sup>273</sup>

<sup>267</sup> Thompson, M.: *Přehled etiky*. Přel. P. Císařová. Praha: Portál, 2004. 168 s. ISBN 80-7178-806-6. s. 80.

<sup>268</sup> Anzenbacher, A.: *Úvod do etiky*. 2. vyd. Přel. K. Šprunk. Praha: Academia, 2001. 292 s. ISBN 80-200-0917-5.

<sup>269</sup> Apriorní ideje jsou pro čistý rozum regulativní, pro praktický rozum konstitutivní

<sup>270</sup> Primát praktického rozumu před teoretickým – nejde však o primát vyspekulovaný, ale skutečně zakoušený.

<sup>271</sup> Šmíd, J.: Přirozené právo na konci 20. století? In: *Distance*, 2000, Vol. 2000, No. 4. Dostupné na: [http://www.distance.cz/index.php?option=com\\_content&view=article&id=6&idc=427&Itemid=46](http://www.distance.cz/index.php?option=com_content&view=article&id=6&idc=427&Itemid=46), cit. 26. 7. 2011.

<sup>272</sup> Šmíd, J.: Přirozené právo na konci 20. století? In: *Distance*, 2000, Vol. 2000, No. 4. Dostupné na: [http://www.distance.cz/index.php?option=com\\_content&view=article&id=6&idc=427&Itemid=46](http://www.distance.cz/index.php?option=com_content&view=article&id=6&idc=427&Itemid=46), cit. 26. 7. 2011.

<sup>273</sup> Kant, I.: *Základy metafyziky mravů*. 2. vyd. Přel. L. Menzel. Praha: Svoboda, 1990. 128 s. ISBN 80-205-0152-5.



- jednej tak, aby maxima tvé vůle mohla vždy zároveň platit jako princip všeobecného zákonodárství,
- jednej tak, abys používal lidství jak ve své osobě, tak i v osobě každého druhého vždy zároveň jako účel, nikdy pouze jako prostředek.

Etika povinnosti je koncipována na dvou základních principech:

- kategorická povinnost
- svoboda volby.<sup>274</sup>

Autonomii vůle (tedy ukládání si zákonů subjektem samotným) považuje za výlučný (samojediný) princip všech mravních zákonů, povinnost pak představuje apriorní „předpožadavek“ – odpovědnost za plnění těchto zákonů (tedy ještě před samotným konáním, lze ji tedy chápat jako motiv mravního konání); jako princip zcela odporující chápe vůli stanovenou jiným (vnějším) subjektem – heteronomii vůle.<sup>275</sup> Pro Kanta je tedy mravní zákon určující pohnutkou mravního jednání, přičemž takto chápaný mravní zákon zahrnuje i pojem nejvyššího dobra.<sup>276</sup>

Jde o deontologický přístup, tedy jednat ne z vlastní náklonnosti (etika ctnosti), nebo s ohledem na konsekvence nebo participaci na blaženosti (etika užitku), ale z úcty k morálnímu zákonu (pevně stanovenému pravidlu). Mravní motivace, musí vycházet z rozumu, zásadně ne z empirie, slibu slasti nebo prospěchu. Kant tedy nespátřuje hodnotu určitého jednání v jeho následku, ale pouze v představě zákona,<sup>277</sup> primární je dobrá vůle. V tomto směru je Kant kritizován – jeho přístup postrádá rozměr zaměření na odpovědnost a mravní distinkci (základem je splnění povinnosti – případný následek již není záležitostí k posuzování).

Kantův přístup představuje platformu, ze které se vyvinulo množství dalších pojetí navazujících i kritických.<sup>278</sup>

---

<sup>274</sup> Seknička, P., Bohatá, M., Šemrák, M.: *Úvod do hospodářské etiky*. Praha: CODEX Bohemia, s.r.o., 1997. 192 s. ISBN 80-85963-40-X. s. 17.

<sup>275</sup> Kant, I.: *Kritika praktického rozumu*. Přel. J. Loužil. Praha: Svoboda, 1996. 306 s. ISBN 80-205-0507-5.

<sup>276</sup> Hála, V.: *Impulsy Kantovy etiky (Kant – Bolzano – Brentano)*. Praha: Filosofie, 1994. 120 s. ISBN 80-7007-061-7.

<sup>277</sup> Kant, I.: *Základy metafyziky mravů*. 2. vyd. Přel. L. Menzel. Praha: Svoboda, 1990. 128 s. ISBN 80-205-0152-5.

<sup>278</sup> Kantovy závěry našly uplatnění i v ekonomii – K. Engliš v rámci tzv. politické ekonomie, doplnil dvě kantovské formy poznání (svět, jaký je a svět, jaký být má) o třetí dimenzi teleologickou (svět, jaký je chtěn), přičemž tento pohled založený na účelovosti považoval za prioritní formu poznávání pro hospodářskou vědu (Vencovský, F.: *Kant a česká ekonomická věda*. In: Dvě stě let od smrti Immanuela Kanta, M. Loužek (ed.). Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2004. 94 s. ISBN 80-86547-30-2.).

### Etika užitku

Etika užitku<sup>279</sup> je na rozdíl od předchozího přístupu konsekvencialistická – užitečnost jednání, které představuje východisko pro hodnocení, je vždy spojeno s následkem, který teprve stanoví zda jednání je správné (výsledkem je pozitivní následek), nebo nesprávné (výsledkem je negativní následek).

Myšlenkově vychází z hédonismu *Epikurova*, který chápal požitek za nejvyšší dobro (duchovní požitek považoval za vyšší než tělesný požitek) a jedinou pozitivní hodnotou pak rozkoš. Další rozpracování a prohloubení přístupu je spojeno s J. Benthamem, J. Millem a J. St. Millem.<sup>280</sup> *Bentham* považuje za základní motivy lidského jednání radost nebo utrpení, povaha jednání je posuzována v závislosti na užitečnosti jednání samotného (zavádí hierarchické uspořádání, které lze aritmeticky vyjádřit – hédonistický kalkul) Za cíl klade dosažení co největšího uspokojení pro co největší počet lidí. *J. St. Mill* do popředí staví individuální užitek a zájem (obdobně i on preferuje duchovní potřeby před fyzickými). Základní je stanovení individuálních cílů a následně hodnot, kritériem je dosažení nejvyššího štěstí a důstojnosti.<sup>281</sup>

Podle O. Höffeho lze v rámci utilitaristické etiky vysledovat čtyři základní zásady:

- zásada konsekvence – kritéria hodnocení nejsou úmysl, z něhož jednání vychází, ale následky,
- zásada utility – souhlas s následky nebo odmítnutí nezávisí na vůli jednotlivce, ale jsou podmíněny dobrem jako takovým,
- zásada hédonismu – dobro samo o sobě je štěstí, rozkoš a radost, které souvisí s procesem uspokojování potřeb u lidí,
- zásada sociální – nehledáme individuální štěstí, ale štěstí všech, jichž se jednání dotýká, jakož i sociální prospěch obecně.<sup>282</sup>

Přístupu lze vytknout (vzhledem k jeho orientaci na výsledek/následek) absenci vyjádření skutečných hodnot.

<sup>279</sup> Etika užitku představuje širší bázi, jejíž součástí je i utilitarismus.

<sup>280</sup> Základy utilitarismu položili J. Bentham (1748-1832) a J. Mill (1773-1836), ve „druhé generaci“ utilitarismus rozvinul J. St. Mill (1806-1873).

<sup>281</sup> Cakirpaloglu, P.: *Psychologie hodnot*. Olomouc: Votobia s.r.o., 2004. 427 s. ISBN 80-7220-195-6.

<sup>282</sup> Seknička, P., Putnová, A., Uhlář, P.: *Etické řízení ve firmě*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. 168 s. ISBN 978-80-247-1621-3. s. 50.

### Etika odpovědnosti

Rovněž etika odpovědnosti pracuje s následkem. Nejde však pouze o následek vzhledem k jednotlivci – jaký bude ve vztahu k němu, resp. jeho působení na ostatní (tedy hodnocení, které je primárně autocentrické). Důležitou součástí je zainteresování jiných (druhých) osob, které určité jednání jednotlivce podrobují hodnocení. V rámci etiky odpovědnosti je nutné brát v potaz otázky:

- kdo je odpovědný?
- komu jsme odpovědní?
- za co jsme odpovědní?
- jaká jsou kritéria odpovědnosti?<sup>283</sup>

Etika odpovědnosti navíc není orientována pouze na přítomnost, zaměřují svoji pozornost i pro futuro. V tomto směru rozlišujeme:

- geografický aspekt,
- historický aspekt.<sup>284</sup>

M. Weber rozlišuje *etiku smýšlení* – „chápe mravní normy či příkazy jako subsumpčně obecné povinnosti, kterých je nutno uposlechnout bez ohledu na následky podmíněné situací“<sup>285</sup> a *etiku odpovědnosti* – „musíme odpovídat za (předvídatelné) následky svého jednání, tedy například při volbě (eventuálně mravně povážlivých) prostředků musíme kvůli následkům činit kompromisy s požadavky situace“.<sup>286</sup> Etika smýšlení je kantovská – deontologická, naproti tomu etika odpovědnosti je konsekvencialistická<sup>287</sup> – jednání je hodnoceno s ohledem na následek, přičemž odpovědnost se posuzuje pouze v rozsahu jeho předvídatelnosti/možnosti nastat – na základě hodnocení vnějšího. Pravidla (deontologický přístup) jsou nedostatečná, pokud se jednatel řídí pouze autonomními pravidly, jednání vede často k negativnímu (následku).<sup>288</sup> V případě, že se nedostává nebo selžou kvality etické, nastává nebezpečí, že dynamickou silou se stane disciplína, která „chce lidi vycepat

<sup>283</sup> Seknička, P., Putnová, A., Uhlář, P.: *Etické řízení ve firmě*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. 168 s. ISBN 978-80-247-1621-3. s. 50.

<sup>284</sup> Seknička, P., Putnová, A., Uhlář, P.: *Etické řízení ve firmě*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. 168 s. ISBN 978-80-247-1621-3. s. 50.

<sup>285</sup> Anzenbacher, A.: *Úvod do etiky*. 2. vyd. Přel. K. Šprunk. Praha: Academia, 2001. 292 s. ISBN 80-200-0917-5. s. 140.

<sup>286</sup> Anzenbacher, A.: *Úvod do etiky*. 2. vyd. Přel. K. Šprunk. Praha: Academia, 2001. 292 s. ISBN 80-200-0917-5. s. 140.

<sup>287</sup> Bliže viz Kim, Sung Ho: Max Weber. The Stanford Encyclopedia of Philosophy (Fall 2008 Edition), E. N. Zalta (ed.). Dostupné na: <http://plato.stanford.edu/entries/weber/#EthConRes>, cit. 2. 5. 2011.

<sup>288</sup> Sokol, J.: Etika a čas. Dostupné na: <http://www.jansokol.cz/cs/n-s-etika.php>, cit. 2. 5. 2011.

k nacvičené a zmechanizované rutině“,<sup>289</sup> potlačuje volnost jednání, deformuje nebo dokonce způsobuje absenci etických motivů v jednání člověka.

Jednotlivé přístupy obecné etiky se promítají a nacházejí zprostředkovaně uplatnění i v regulaci. Teorie normativní etiky lze využít při tvorbě koncepce přístupu k regulaci. Účelem (dobré) regulace je vytvořit pravidla, která nebudou efektivní pouze s ohledem na prosperitu; ale stanovit pravidla, která nebudou vzbuzovat morální konflikt při jejich užívání, a nepovedou k negativním jednáním v rámci jejich aplikace. Nabízí se především otázka, zda upřednostnit přístupy deontologické nebo konsekvencialistické.

Při důsledném uplatnění etiky ctností je otázkou kolik osob by zvládlo výběr „zlaté střední cesty“ mezi dvěma krajnostmi. Vztaheno k reálné situaci v oblasti regulace – motivy osobního jednání tendují k negativnímu o to více, čím je jednotlivec v rámci určité skupiny (v našem případě jako personální substrát/člen instituce) anonymní. Není vhodné se tedy spoléhat výlučně na zdatnost osoby, aniž by bylo možno současně uplatňovat kritérium následku a odpovědnosti. Jako pozitivní, je však nutno vyzvednout vliv výchovy a tradice, která má vliv na obstání jednotlivce v rámci morálního dilematu.

Plnění povinnosti, pro povinnost samotnou z úcty k mravnímu zákonu, naráží na hlavní problém v otázce jeho stanovení – tedy autonomně nebo heteronomně. Kant řeší tuto problematiku jednoznačně, nutno však opětovně brát ohled na předpoklad vysoké morální kvality jednotlivce, což je v dnešní době dosazených osob do určitých pozic přímo za účelem vytváření pravidel s mezerami ne zcela jednoduchým úkolem. Dále také nelze opomínat, že i nejlepší úmysly mohou končit katastrofou, nejsou-li od začátku vztaheny k reflexi následku.

Přílišná orientace na následek, a až z něj posuzovat, zda jednání je správné nebo nesprávné, se může v praxi projevit ve dvou pólech. Pokud za hlavní účel budeme pokládat co největší spokojenost co největšího počtu osob, s ohledem na regulaci můžeme dospět k situaci, kdy na základě pravidel, která lze obcházet, lze snadno dosáhnout zisku a tedy spokojenosti. S tím souvisí nezbytnost přesného stanovení žádoucích hodnot na výstupu. Jako přínos lze chápat možnost postupu, kdy si zvolíme hodnoty na výstupu, a v praktické rovině se mohou objevit ohledně hodnot na vstupu i jiné hodnoty než presumované, což může poskytnout především pomoc při výběru marginálních/podpůrných hodnot.

---

<sup>289</sup> Weber, M.: *Autorita, etika a společnost: pohled sociologa do dějin*. Praha: Mladá fronta, 1997. 294 s. ISBN 80-204-0611-5. s. 164.

Přínosem konsekvencialistické etiky odpovědnosti, je právě hodnocení následku z pohledu odpovědnosti subjektu za výsledek jednání. Dochází tedy k dalšímu posunu na linii jednání – následek – odpovědnost za následek. Etika odpovědnosti je na rozdíl od etiky užitku více specifická, individualizovaná – není cílem pouze všeobecný užitek pro co největší společenství, ale všímá si konkrétních potřeb určité skupiny.

Jednoznačné stanovisko pro výlučné uplatnění pouze některého přístupu není vhodná cesta řešení. Všechny uvedené směry mají své opodstatněné kritiky. Jako ideální se jeví eklektický přístup, který zohledňuje potřeby určité skupiny v určitém stupni vývoje v určitém čase. Snažit se do klíčových pozic prosadit osoby s vysokým morálním kreditem, nepodceňovat výchovu k eticky hodnotnému jednání, ale i podrobovat jednání těchto osob morálnímu hodnocení zvenčí s ohledem na jeho následky. Především je nutné postupně rozšiřovat povědomí, že je možné participovat na systému, který je morálně hodnotný a zároveň vykazuje zisk.

### **3. 5. 1. 1 Etické hodnoty hospodářské etiky**

V oblasti regulace hospodářské činnosti mají značný význam především kulturní a etické hodnoty.

Kultura představuje výsledný rámec duchovních a materiálních činností, v němž se realizují hodnoty, které jsou lidmi všeobecně přijímány a uznávány. Je možné chápat samotnou kulturu jakožto fenomén hodnotový, neboť hodnoty tvoří její integrální součást a napomáhají její definovatelnosti. Vyznačuje se i aktivačním potenciálem – hodnoty, které obsahuje, reflektující potřeby osob, zaměřují a ovlivňují jednání (v nejširším smyslu) určitým způsobem a směrem (ideálně v orientaci na pozitivně chápané hodnoty); stejně jako zabezpečuje uchovávání a zprostředkovávání hodnot. Jakožto výsledek lidské aktivity, představuje určitou identitu člověka.<sup>290</sup> Zároveň jsou charakteristickým rysem inovační tendence, které dodávají dynamický rozměr a na stranu druhou statické – stabilizační funkce. V rámci tvořivého (dynamického) momentu kultury se do popředí dostává i snaha nalézt podmínky vhodného společenského rozvoje lidstva (prostřednictvím hodnot). Nelze opomenout také skutečnost, že výklad obecně závazných předpisů se vždy děje v kontextu a

---

<sup>290</sup>Hubinková, Z. a kol.: *Psychologie a sociologie ekonomického chování*. 3. vyd. Přel. M. Hubinka. Praha: Grada, 2008. 277 s. ISBN 978-80-247-1593-3.

v podmíněnosti vzhledem k určitému výchozímu kulturnímu rámci. S ohledem na proces kulturní evoluce, rozlišují Boyd a Richerson tři základní hybné síly:

- nezkršený přenos – týká se dětství, děti mají tytéž hodnoty jako jejich rodiče,
- zkršený přenos – když děti povyrosteou a přijdou do kontaktu s jinými systémy hodnot, jde o přenos, který je ovlivněn explicitně zvolenými jednáními relevantních aktérů. Tento přenos považují výše zmínění autoři za analogii k rozšíření inovací,<sup>291</sup>
- přirozený výběr.<sup>292</sup>

Ctností v klasické etice rozumíme: „získaný habitus, který kvalifikuje k určitým hodnotným způsobům činnosti“.<sup>293 294</sup>

Weber rozumí hodnotou „to, co je schopno stát se obsahem postoje vyjádřeného ve vědomě členěném pozitivním nebo negativním soudu. Hodnota je něco, co se u nás uchází o platnost a čehož platnost jako hodnotu uznáváme, odmítáme nebo hodnotově posuzujeme v nejrozmanitějších souvislostech“.<sup>295</sup>

Hodnoty lze chápat jako „koncepty toho, co je žádoucí a které ovlivňují naše chování. Hodnoty nejsou totéž co normy chování. Hodnoty jsou standardy toho, co je žádoucí, nezávisle na specifických situacích. Jediná hodnota může být referenčním bodem dalších specifických norem, jediná specifická norma může představovat současné použití několika různých hodnot“.<sup>296</sup> Hodnoty jsou realizovány prostřednictvím norem, hodnoty normy předcházejí. Ve srovnání s normami se vyznačují delší trvanlivostí, zajišťují historickou a kulturní kontinuitu a sociální kohezi společnosti. Hodnoty představují „proaktivní dispozice směřující k naplnění budoucích cílů“.<sup>297</sup> Zároveň je nutno reflektovat skutečnost, že „hodnoty nikdy neodrážejí jen objektivní význam věcí a jevů, ale i jejich subjektivní individuální smysl – smysl pro konkrétního jedince“.<sup>298</sup>

<sup>291</sup> V této souvislosti zajímavá úvaha J. Hessena (vychází z Hartmannovy koncepce vrstevnatosti bytí), který považuje „za specifikum lidského bytí „stávání se člověkem“ na základě rozvinutí duchovních potencií a otevřenosti duchovním hodnotám“ (Hála, V.: *Možnosti hodnotové etiky*. Praha: Filosofia, 2000. 56 s. ISBN 80-7007-135-4. s. 15.).

<sup>292</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 159.

<sup>293</sup> Anzenbacher, A.: *Úvod do etiky*. 2. vyd. Přel. K. Šprunk. Praha: Academia, 2001. 292 s. ISBN 80-200-0917-5. s. 131.

<sup>294</sup> Blíže viz s. 76 (3. 5. 1 Etika v procesu regulace)

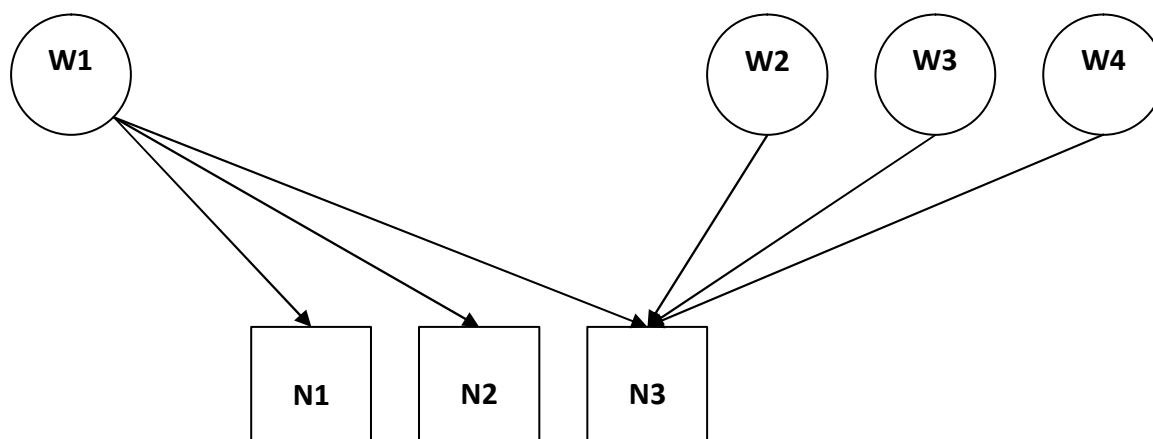
<sup>295</sup> Dušková, I., Džbáňková, Z.: *Etická dimenze institucionálních změn (vybrané problémy)*. Praha: Oeconomica, 2005. 123 s. ISBN 80-245-0961-X. s. 14.

<sup>296</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová. Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 26.

<sup>297</sup> Cakirpaloglu, P.: *Psychologie hodnot*. Olomouc: Votobia s.r.o., 2004. 427 s. ISBN 80-7220-195-6. s. 365.

<sup>298</sup> Bedrnová, E., Nový, I. a kol.: *Psychologie a sociologie řízení*. 2. vyd. Praha: Management Press, 2002. 586 s. ISBN 80-7261-064-3. s. 248.

Obr. č. 5: Alternativy vzájemného vztahu mezi hodnotou a normou



*Hodnota může být referenčním bodem více norem, norma může představovat současné použití několika hodnot.*

*W = hodnota (H), N = norma (N)*

*Pramen: Voigt, S.: Institucionální ekonomie. Praha: Alfa Publishing, 2008.*

Přínosem etiky v oblasti ekonomie je zaměření pozornosti na hodnoty. Vztahy v rámci ekonomiky mají sociální rozměr, ve kterém se etické hodnoty uplatňují. Nelze opomenout kontradiktorní přístupy metodologického individualismu a metodologického holismu. Činnost celku je výsledkem jednání a působení jednotlivých částí, které jsou reprezentovány konkrétním jednotlivcem. V reálné situaci jedná a rozhoduje pouze konkrétní fyzická osoba, která tvoří personální substrát právnické osoby. Neméně významnou je i skutečnost, že porucha jednotlivého článku systému může narušit, nebo zcela sabotovat celek. Snahou by mělo být dosáhnout stavu, který by byl oproštěn od situací, kdy jednatel uskutečňuje svou činnost prospěšnou jinému pouze do okamžiku kdy „hraniční užitek jeho altruistického jednání nepřevýší hraniční užitek jeho aktivit egoistických“,<sup>299</sup> ale uvědomění si nezbytnosti kontinuální standardnosti hodnotově orientovaného jednání. V kontextu řešení problémů v dimenzi celek kontra část, je nezbytné brát v potaz závěry gestaltismu, které upozornili na skutečnost, že celek není pouhou sumou částí; při záměru dobrat se prvků, se vytrácí postihování celkové struktury.<sup>300</sup> V této souvislosti je namístě uvažovat o cyklickém a

<sup>299</sup> Klusoň, V.: *Institute a odpovědnost: k filozofii ekonomické vědy*. Praha: Karolinum, 2004. 319 s. ISBN 80-246-0722-0. s. 39.

<sup>300</sup> Nakonečný, M.: *Základy psychologie*. Praha: Academia, 1998. 590 s. ISBN 80-200-0689-3.

uzavřeném vzájemném propojení a zpětnovazebním působení – „na každé úrovni i zdánlivě jednoduché hierarchické struktury působí množství zpětnovazebních okruhů“.<sup>301</sup>

I v rámci hospodářské etiky platí základní „zlaté pravidlo morálky“: „Vše, co chceš, aby jiní dělali tobě, dělej i ty jim“. V negativní podobě lze toto pravidlo vyjádřit jako: „Co nechceš, aby jiní dělali tobě, nedělej ani ty jim“. Zlaté pravidlo morálky sleduje dějinný vývoj, můžeme vysledovat tři vývojové stupně – od možnosti potrestat negativní jednání, přes princip odplaty, následně k pozitivnímu jednání k ostatním. Toto základní pravidlo je dále doplněno systémem hodnot, které mají svou kulturní podmíněnost, mluvíme o tzv. euroamerickém systému hodnot. Jednotlivými hodnotami, které tvoří obsah tohoto systému jsou:

- svoboda,
- spravedlnost,
- odpovědnost,
- důvěra,
- pokrok,
- prosperita,
- racionalita.<sup>302</sup>

Uvedené hodnoty lze rozdělit do tří segmentů, kdy první segment tvoří svoboda a spravedlnost; druhý – odpovědnost a důvěra; třetí – pokrok, prosperita a racionalita. S ohledem na regulaci, se budeme zabývat podrobněji druhým segmentem těchto hodnot – odpovědnost a důvěra; zbylé dva pouze naznačíme.

Svoboda a spravedlnost představují základní podmínku tržní ekonomiky. Jsou vnímány jako nezbytný předpoklad, ve kterém se vztahy na finančním a tedy i na kapitálovém trhu realizují. Tvoří určitou bázi, přičemž druhý a následně třetí segment lze považovat za nadstavbu těchto výchozích hodnot.

Třetí segment postihuje dynamiku, reflektuje význam znalostí a vědomostí ve vztahu k ekonomickému růstu a rozvoji, vztah užitku a všeobecného prospěchu.<sup>303</sup> Inovace, které

---

<sup>301</sup> Klusoň, V.: *Instituce a odpovědnost: k filozofii ekonomické vědy*. Praha: Karolinum, 2004. 319 s. ISBN 80-246-0722-0. s. 16.

<sup>302</sup> Seknička, P., Putnová, A., Uhlář, P.: *Etické řízení ve firmě*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. 168 s. ISBN 978-80-247-1621-3. s. 51.

<sup>303</sup> Seknička, P., Putnová, A., Uhlář, P.: *Etické řízení ve firmě*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. 168 s. ISBN 978-80-247-1621-3.



vedou k větší prosperitě, jsou dílem vždy rizikové, pokrok zahrnuje i přijetí rizika – redukce rizika a nezpomalování pokroku je podmíněno důvěrou a vzájemně odpovědným jednáním.

### Odpovědnost

Odpovědnost lze chápat jako „vztah mířící k následkům lidského jednání, jednající člověk musí odpovídat za svůj čin; je považován za odpovědného za jeho důsledky a případně za ně má ručit“.<sup>304</sup> V našem kontextu se zabýváme odpovědností v širším rámci (než pouze odpovědností za následek, kterým je porušení právní normy), kdy konsekvencem kolize je konflikt s některým pravidlem morálním – jejímž výsledkem je přinejmenším ztráta důvěry v určitý subjekt, případně instituci. Odpovědnost se vždy vztahuje k něčemu, v této souvislosti ji chápeme i jako „normativní nárok vztahovaný od nositele k předmětu jeho péče“.<sup>305</sup> Pojí se s racionální odůvodněností – určité jednání je přijímáno, je-li „zřejmé a pochopitelné“.<sup>306</sup> Prochází ontogenezí, od odpovědnosti k formám jednotlivci bližším, až k odpovědnosti za vyšší a uměle vytvořené struktury. Jednání jednotlivce, které bere zřetel na odpovědnost má pozitivní dopad nejen vůči jednotlivci samotnému, ale i na širší skupinu, jejímž je členem. Zájem jednotlivce má být korigován soustavou omezení, povinností a závazků – odpovědností, vůči ostatním subjektům, které jsou součástí daného segmentu i obecně v celospolečenské rovině. Odpovědnost umožňuje „posuzovat do jaké míry je naše jednání v souladu s normami, povinnostmi nebo závazky, které jsme převzali nebo nám byly uloženy“.<sup>307</sup> V tomto směru se odpovědnost rýsuje jako součást „win-win“ strategie, kdy „výběr toho, co je správné a dobré závisí na tom, do jaké míry si každý jednatel uvědomuje svou odpovědnost a jedná v souladu se základní přirozeností lidí a společnosti“.<sup>308</sup> Ve finále lze uvažovat o odpovědném jednání, jako součásti konceptu obecného dobra – který reflektuje pro adekvátní fungování společnosti nutnost vytvářet a udržovat „rovné vztahy práv, povinností a odpovědnosti“.<sup>309</sup> Zmíněné hledisko by mělo být zohledňováno při konkrétním rozhodování. Nelze se v rámci rozhodování omezit pouze

<sup>304</sup> Klusoň, V.: *Institute a odpovědnost: k filozofii ekonomické vědy*. Praha: Karolinum, 2004. 319 s. ISBN 80-246-0722-0. s. 34.

<sup>305</sup> Vaněk, J.: Existuje hospodářská etika v postkomunistické společnosti? Dostupné na: <http://filosoficky-klub.cz/2011/04/28/existuje-hospodarska-etika-v-postkomunisticke-spolecnosti/>, cit. 5. 7. 2011.

<sup>306</sup> Anzenbacher, A.: *Úvod do etiky*. 2. vyd. Přel. K. Šprunk. Praha: Academia, 2001. 292 s. ISBN 80-200-0917-5. s. 15.

<sup>307</sup> Dušková, I., Džbáňková, Z.: *Etická dimenze institucionálních změn (vybrané problémy)*. Praha: Oeconomica, 2005. 123 s. ISBN 80-245-0961-X. s. 71.

<sup>308</sup> Bohatá, M. (Ed.): *Ekonomika a etika (Úvod do problematiky)*. Praha: Ústřední ústav národohospodářského výzkumu, 1992. 58 s.

<sup>309</sup> Klusoň, V.: *Institute a odpovědnost: k filozofii ekonomické vědy*. Praha: Karolinum, 2004. 319 s. ISBN 80-246-0722-0. s. 44.

na krátkodobý dopad na nejbližší okolí a struktury, ale nutno přijímat rozhodnutí, která jsou výsledkem zapojení odpovědnosti a reflektují zájmy osob nebo struktur, které mají být rozhodnutím dotčeny. Osobní etickou odpovědnost za rozhodnutí nutno posunout do roviny, kdy bude chápáno jako služba – osobní přesvědčení, které vychází z porozumění vztahu mezi předpoklady a důsledky jednání.<sup>310</sup> Zakomponování odpovědnosti umožňuje sledovat určitý zájem a zároveň neomezovat a eventuálně nepoškozovat jiné při sledování jejich zájmu.

### Důvěra

V ekonomickém kontextu důvěra představuje spoléhání se na úmysl a schopnost dodržovat nebo plnit závazky. Důvěra je relace, vztahová veličina – „interpersonální vztah mezi dvěma či více účastníky trhu, vztah vypovídající o tom, zda a do jaké míry se mohou na sebe navzájem spolehnout“.<sup>311</sup> V širším, ekonomickém kontextu, je chápána jako „neviditelné aktivum“ v protikladu k „aktivům viditelným“ – kapitálu a práci.<sup>312</sup> Důvěru nelze exaktně měřit, je výsledkem kontinuálního procesu, který je zúčastněnými subjekty průběžně posuzován a hodnocen.<sup>313</sup> Lze na ní usuzovat pouze nepřímo, naopak měřitelná jsou opačné tendence – např. ztráta důvěry. Usměňuje a vyrovnává situace a procesy, které se vyznačují prvkem rizika a nejistoty; lze ji identifikovat jako prvek, který vnáší řád do společenských vztahů. Dherse a Minguet<sup>314</sup> zavádějí koncept tzv. „nakažlivosti“ důvěry, která se může projevit v pozitivní i negativní rovině. Vytvoření prostředí, v němž vystupuje důvěra jako integrovaná součást systému je dlouhodobý proces, jehož charakteristickým rysem je „exempla trahunt“; naopak rozpad důvěry probíhá značně rychleji a vyznačuje se „domino efektem“.

Odpovědnost a důvěra působí stabilizačně na kapitálový trh, současně působí i dynamicky – umožňují jeho posun žádoucím směrem k rozvoji a posilování. Zároveň jsou v souladu i s obecnými hodnotami trhu. Nutno mít však na zřeteli, že jejich účinek se umocňuje v prostředí, které je založeno na svobodě a spravedlnosti. Jejich potenciál

---

<sup>310</sup> Němcová, L.: Etika v ekonomice a její vztah ke společenské odpovědnosti. Dostupné na: [http://www.arsczech.org/files/publikace\\_listopad\\_OFICIALNI.pdf](http://www.arsczech.org/files/publikace_listopad_OFICIALNI.pdf), cit. 5. 7. 2011.

<sup>311</sup> Mlčoch, L.: *Ekonomie důvěry a společného dobra: Česká republika v Evropské unii: pokus o nástin perspektivy*. Praha: Karolinum, 2006. 195 s. ISBN 80-246-1188-0. s. 80.

<sup>312</sup> Mlčoch, L.: *Ekonomie důvěry a společného dobra: Česká republika v Evropské unii: pokus o nástin perspektivy*. Praha: Karolinum, 2006. 195 s. ISBN 80-246-1188-0. s. 69.

<sup>313</sup> Šroněk, I.: Důvěra a mezinárodní obchodní jednání. Dostupné na: [http://www.msfcz/ke\\_stazeni/seminare/Manazeri\\_a\\_etika\\_2010/Sronek\\_Duvera\\_a\\_mezinarodni\\_obchodni\\_jednani.pdf](http://www.msfcz/ke_stazeni/seminare/Manazeri_a_etika_2010/Sronek_Duvera_a_mezinarodni_obchodni_jednani.pdf), cit. 5. 7. 2011.

<sup>314</sup> Mlčoch, L.: *Ekonomie důvěry a společného dobra: Česká republika v Evropské unii: pokus o nástin perspektivy*. Praha: Karolinum, 2006. 195 s. ISBN 80-246-1188-0. s. 120.

aktivizuje kooperaci, která prospívá společenství, a tím i jednotlivcům. Důležitou součástí z tohoto důvodu je uplatňování a tříbení odpovědnosti a důvěry (jakožto i dalších výše uvedených hodnot) v rovině osobního jednání jednotlivce. Opodstatněné je proto posilování motivace k jejich zapojování v konkrétních situacích a činnostech. K naplnění daného záměru je na místě využít možností a postupů psychologie.

### 3. 5. 2 Psychologický aspekt regulace

Nezbytným požadavkem v této souvislosti je dodržování stanovených etických norem. Právě v této souvislosti, se dostáváme k často opomíjené oblasti, kterou představují psychologické mechanismy, které na kapitálovém trhu působí. Nestačí totiž pouze vymezit hodnoty, které je nutno dodržovat (byť jde samozřejmě o nezbytnost), je namístě se zabývat i širším kontextem – důvody a procesem v rámci kterého se vybraná vhodná etická pravidla aplikují a posiluje se jejich užívání a rozšíření.

Uvedené procesy se však realizují v rámci organizovaných společenských skupin, které se řídí vlastní dynamikou. Je nezbytné brát v potaz, že výsledné chování jednotlivce nemá pouze individuální interní původ, ale je ovlivněno i skupinou, jejímž je jednatel členem (nebo jejímž členem se snaží stát), která má „vlastní“ hodnotový systém. Osoba tak v rámci integračního procesu redukuje svou individualitu a přejímá i hodnotový soubor skupiny.<sup>315</sup>

Hodnoty vystupují jako součást *motivace*,<sup>316</sup> která se zaměřuje na důvod, cíl, intenzitu, trvalost, míru variability chování vzhledem k cílovému objektu, tedy „tendenci být aktivní výběrovým a organizovaným způsobem“.<sup>317</sup> V této souvislosti tedy determinuje zaměření, energetizuje a zabezpečuje setrvání chování. Působí současně ve třech dimenzích: dimenze směru – motivaci a následné jednání orientuje určitým směrem, dimenze intenzity – míra síly, odpovídá jí úsilí o dosažení cíle, dimenze perzistence – vytrvalost, stálost zaměření k, resp. při dosahování určitého cíle.<sup>318</sup> Motivace tkví v zaměření na dosažení cíle, který odráží určitou potřebu, která má svůj původ ve vnitřních sféře jedince, nebo v pobídkách –

<sup>315</sup> Plummer, T.: *Prognóza finančních trhů (psychologie úspěšného investování)*. Přel. M. Chalupová. Brno: Computer Press, 2008. 373 s. ISBN 978-80-251-1592-3.

<sup>316</sup> Motivace představuje i jeden z výchozích předpokladů v ekonomii.

<sup>317</sup> Švancara, J.: *Psychologie emocí a motivace*. Praha: Státní pedagogické nakladatelství, 1984. 158 s. s. 108.

<sup>318</sup> Bedrnová, E., Nový, I. a kol.: *Psychologie a sociologie řízení*. 2. vyd. Praha: Management Press, 2002. 586 s. ISBN 80-7261-064-3.

externích skutečnostech a podmínkách. Rozlišujeme v tomto směru tzv. intrinsickou motivaci, tj. vnitřní, endogenní, která přináší uspokojení sama o sobě a tzv. extrinsickou motivaci, tj. vnější, která má svůj základ právě v externích pobídkách.<sup>319</sup> V našem kontextu, by eticky hodnotné jednání mělo být primárně výsledkem vnitřní motivace; na druhou stranu, především ve společnostech, které prodělávají podstatnou změnu společenského řádu, nelze vyloučit přínos motivace externími faktory, pokud splní účel – jednání, které je v souladu s preferovanými kladně hodnocenými etickými hodnotami. Tato druhá možnost, by však neměla být uplatňována trvale a výlučně, má mít spíše marginální a podpůrný charakter. S ohledem na dominantní hypotézu, můžeme rozlišit čtyři základní koncepce:

- homeostatický model,
- pobídkový model,
- kognitivní model,
- humanistický model.<sup>320</sup>

### **Homeostatický model**

Je modelem nejstarším, spojeným se jménem W. B. Cannona. Je orientován biologicky, chování jedince je podmíněno narušením tzv. homeostáze, tedy optimálních podmínek rovnováhy v organismu. Činnost jedince v případě vychýlení z tohoto stavu pokračuje do doby, kdy rovnovážný stav není opětovně obnoven – „narušení homeostáze vytváří potřebu, jež determinuje centrální pud. Společně s kognitivními procesy tento pud determinuje chování, jež redukuje – nebo ukájí – potřebu, čímž se znovuobnovuje homeostáza“.<sup>321</sup>

### **Pobídkový model**

Homeostatický model byl podroben kritice jakožto příliš úzký, přičemž se experimentálně prokázalo, že existují i jiné biologické primární motivace. Vnější podněty vycházející z tzv. pobídky (tj. motivující podnětové objekty) se vyznačují „dynamickým účinkem, tj. determinují stav aktivace nebo mobilizační energii v organismu. Tento dynamický stav – zároveň s kognitivními procesy – determinuje chování organismu. Toto chování často vede k redukci vnějších dynamických podnětů“.<sup>322</sup> Pobídky mohou být primární – mají vrozený dynamický účinek, souvisí např. s hédonistickými a utilitaristickými

<sup>319</sup> Nakonečný, M.: *Základy psychologie*. Praha: Academia, 1998. 590 s. ISBN 80-200-0689-3.

<sup>320</sup> Madsen, K. B.: *Moderní teorie motivace*. Přel. E. Bakalář a kol. Praha: Academia, 1979. 472 s. s. 411.

<sup>321</sup> Madsen, K. B.: *Moderní teorie motivace*. Přel. E. Bakalář a kol. Praha: Academia, 1979. 472 s. s. 411.

<sup>322</sup> Madsen, K. B.: *Moderní teorie motivace*. Přel. E. Bakalář a kol. Praha: Academia, 1979. 472 s. s. 413.

teoriemi,<sup>323</sup> nebo sekundární – které mají získaný dynamický účinek a uplatňuje se v rámci teorií učení.

### Kognitivní model

Ideově vychází z gestaltické „tendence k vytvoření dobrého tvaru“, které je v rámci aplikace na motivační teorie přikládána dynamická kvalita. Vzhledem k tomu, že operuje s kognitivními procesy a smíšenými kognitivně motivačními proměnnými, které zprostředkovávají subjektu přesvědčení o hodnotě objektu, její využití je podmíněno výlučně lidskou entitou. Mezi novějšími přístupy lze rozlišit dvě varianty: první – „kognitivní procesy determinují procesy dynamické, takže kognitivní procesy mají účinek jak řídící, tak i nepřímo – dynamický“<sup>324</sup> a druhý – „kognitivní procesy mají svou vlastní vnitřní motivaci“.<sup>325</sup>

Přístup K. Lewina není zařaditelný výlučně – lze jej chápat na pomezí modelu pobídkového a kognitivního. Jeho tzv. teorie pole je ideově ovlivněna fyzikou a matematikou. Osoba společně s psychologickým prostředím vytváří tzv. životní prostor, kterým Lewin rozumí celkový soubor skutečností, které v určitý moment, ovlivňují jeho chování. Jako obsah životního prostředí si lze představit např. vnímání sebe sama v určitém fyzikálním a sociálním prostředí, potřeby, přání, i relace do minulosti – vzpomínky, nebo naopak do budoucna – úvahy spojené s budoucností. Takto nastavený životní prostor se tedy týká jedince, na rozdíl od oblasti, která je mimo životní prostor, tzv. vnější obal (tedy objektivně existující svět, který je taktéž způsobilý ovlivňovat životní prostor a tedy i psychologické prostředí včetně osoby). Životní prostor se dále člení do regionů, přičemž další členění na úrovni regionů je možné (subregiony, buňky). Podstatné však nejsou „tvary“ nebo „rozměry“ regionů, nýbrž jejich vzájemné postavení a interakce – tzv. topologie. Osoba je tedy součástí životního prostředí a současně je systémem regionů svébytným a odlišným. Hranice mezi osobou a prostředím je permeabilní, blíže k životnímu prostředí má perцепčně-motorický region, uvnitř pak vnitřně-osobní region, který obsahuje motivační aspekty. Obdobná propustnost/nepropustnost, je mezi regiony, které tvoří osobu – tedy určité regiony (aspekty osobnosti které jsou potenciálně schopny aktivovat – motivovat jedince) vzájemně interagují, nebo jsou navzájem nezávislé, nebo i zcela nezávislé (ale stále součástí systému).

<sup>323</sup> V této souvislosti viz také s. 82 (3. 5. 1 Etika v procesu regulace).

<sup>324</sup> Madsen, K. B.: *Moderní teorie motivace*. Přel. E. Bakalář a kol. Praha: Academia, 1979. 472 s. s. 415.

<sup>325</sup> Madsen, K. B.: *Moderní teorie motivace*. Přel. E. Bakalář a kol. Praha: Academia, 1979. 472 s. s. 415.

V průběhu vývinu<sup>326</sup> jednotlivce dochází k narůstající diferenciaci v rámci a integraci mezi regiony. Mezi jednotlivými regiony panuje napětí; potřeby a kvazi-potřeby jsou způsobily vyvolat napětí, které je nutno redukovat. Míra uspokojení, kterou může nabídnout určitý region, představuje valenci. Vektory následně představují psychologické síly, které aktivují osobu s cílem uspokojit potřebu – nalézt region s pozitivní valencí žádaného obsahu, který odstraní napětí. Výsledkem následné lokomoce (především psychologický pohyb) je restrukturalizace psychologického prostředí (a tedy i životního prostoru), nebo vede k udržení rovnováhy.<sup>327</sup>

### Humanistický model

Ve srovnání s předešlými, není tento výrazně vymezen. Společným kritériem humanistických teorií motivace jsou: „1. humanistická koncepce psychologie a 2. hypotéza, že existuje zvláštní třída lidské motivace. Tato třída motivace – nebo lidského chování jako celku – se chápe jako nedeterminovaná“.<sup>328</sup>

Přístup *A. Maslowa* dosáhl všeobecné popularity. Základem jeho pojetí je hierarchie potřeb, od fyziologických potřeb až k potřebám sebeaktualizace. Charakteristickým rysem je, že potřeby vyššího řádu nacházejí uplatnění až v případě uspokojení potřeb nižších. Vyšší potřeby „jsou fakticky neukojitelné... neredukují, ale spíše indukují příslušné potřeby... jejichž síla spíše s dosažením cíle narůstá“.<sup>329</sup> Již na druhé úrovni této hierarchie – potřeby bezpečí, lze vysledovat tendování jednotlivce k hodnotám, na které se v naší diplomové práci zaměřujeme, a které umožňují bezpečný, uspořádaný svět v němž lze jednání ostatních osob s vyšší mírou pravděpodobnosti predikovat. Jinou úroveň – potřebu ocenění, lze dát do kontextu s externími pobídkami k hodnotnému jednání. Nejvyšší úroveň - sebeaktualizace dle Maslowa obsahuje tzv. metapotřeby (které jsou stejně vrozené jako potřeby fyziologické) a mezi které mimo jiné řadí: spravedlnost, čestnost, sociální pořádek etc.

Samotná motivace k dodržování a uplatňování etických pravidel, které se projeví ve výsledku v jednání jednotlivce, musí být propojena a uplatňována při řešení problémů

<sup>326</sup> Lewin např. říká, že znakem zralosti je „vzrůstající tendence ekonomizovat naše jednání. Snaha dosáhnout maximálních výsledků při minimálním úsilí... vyžaduje přizpůsobení vlastního životního prostoru skutečnému [reálnému] charakteru vnějšího fyzikálního a sociálního prostředí.“ (Hall, C. S., Lindzey, G. a kol.: *Psychológia osobnosti: Úvod do teórie osobnosti*. 2. vyd. Přel. A. Heretik a kol. Bratislava: Slovenské pedagogické nakladateľstvo, 1999. 510 s. ISBN 80-08-03001-1. s. 228)

<sup>327</sup> Hall, C. S., Lindzey, G. a kol.: *Psychológia osobnosti: Úvod do teórie osobnosti*. 2. vyd. Přel. A. Heretik a kol. Bratislava: Slovenské pedagogické nakladateľstvo, 1999. 510 s. ISBN 80-08-03001-1.

<sup>328</sup> Madsen, K. B.: *Moderní teorie motivace*. Přel. E. Bakalář a kol. Praha: Academia, 1979. 472 s. s. 415.

<sup>329</sup> Nakonečný, M.: *Základy psychologie*. Praha: Academia, 1998. 590 s. ISBN 80-200-0689-3. s. 472.

(které vyvstanou při činnosti subjektů), tedy v situacích, které vyžadují snížení a omezení rozdílů mezi existující a požadovanou situací. Na klasickém přístupu *rozhodování*, byť je tento v odborných kruzích považován pouze za ideální, lze dobře demonstrovat, že uplatnění etických pravidel, není jednorázovou akcí, ale je žádoucí uplatnění a přihlédnutí k hodnotám na každé jednotlivé úrovni:

- identifikace problému,
- generování alternativních řešení,
- výběr řešení,
- aplikace řešení a jeho hodnocení.<sup>330</sup>

Vhodné řešení problému, jakožto výsledek rozhodování, umožňuje adekvátně reagovat v proměnlivém prostředí. Zdroje neurčitosti, které jsou doprovodným jevem většiny reálných situací, lze vysledovat jak interní, tak externí. Náležitě nastavený a zakotvený hodnotový systém, tak může vyrovnávat případné nedostatky, které plynou z těchto zdrojů.

Psychologický moment regulace pokládáme v současné době za nebezpečně podceňovanou součást procesu regulace. Stanovování pravidel, primárně vytvářením technické stránky věci, bez adekvátního vyhodnocení a zhodnocení mechanismů, prostřednictvím kterých se mají pravidla uplatňovat, snižuje jejich efektivnost. Není zvykem, že by se nové koncepce zabývaly otázkou, jakým způsobem budou nová pravidla přijata a jak zabezpečit jejich aktivní aplikaci. Psychologické aspekty a dynamika subjektů působících na kapitálovém trhu jsou zohledňovány minimálně. Rovněž chybí strategie, které by upevňovaly internalizaci hodnotově pozitivního jednání účastníků. V tomto směru je nutno mít na zřeteli, že jednání, které není posilováno vyhasíná.

---

<sup>330</sup> Vašina, L., Švancara, J., Kostroň, L.: *Kapitoly z kognitivní psychologie*. Brno: FF MU, 1992. 188 s. ISBN 80-210-0327-8. s. 168.

## 4. Ekonomie a regulace

Tržní ekonomika v reálném prostředí není nikdy dokonale konkurenční. Situace na trhu není vždy ideální, neexistuje absolutně čistý konkurenční trh. Projevem ekonomické reality je vznik situací, v rámci kterých trh nezabezpečuje dostatečně účinně své funkce, dochází k tzv. *selhání trhu*. Za nejdůležitější příčiny selhání trhu jsou obecně považovány nedokonalá konkurence, veřejné statky, externality a neúplné informace.<sup>331</sup> Externality jsou vymezeny jako vedlejší účinek, vliv aktivit určitého ekonomického subjektu na blahobyt jiného bez to, aby se daný vliv projevil v peněžních nebo trhovém transakcích. Mohou se vyskytnout v podobě pozitivních externalit, s nimiž je spojen prospěch pro jiné subjekty, nebo naopak negativních externalit, se kterými jsou spojeny záporné efekty.<sup>332</sup> K vyrovnaní nedostatků, které nelze postihnout účinky neviditelné ruky trhu, napomáhá stát svými zásahy. V obecné rovině, stát naplňuje tuto svou roli, podporou efektivnosti, rovnosti a stabilizační politikou.<sup>333</sup> Stát se prostřednictvím regulace snaží vykonávat kontrolu a předcházet, nebo alespoň zmírňovat dopad negativních účinků. Mnohá rozhodnutí v této oblasti vyvolávají polemiku – je otázkou nakolik je dostačující odbornost osob, které tvoří substrát vládních orgánů. Rovněž je nutno se zabývat otázkou, nakolik je finální zásah výsledkem zhodnocení konkrétní situace a aplikace poznatků, nebo pouze projevem politického rozhodnutí, které má přinést krátkodobou efektivitu, potažmo odvedení pozornosti.<sup>334</sup> V tomto směru je snaha vyhnout se selhání vlády – tedy situaci, kdy snaha vlády řešit problémy, vede k jejich zhoršení, nebo může způsobit problémy nové. Situace posledních let však prokázala nezbytnost státních zásahů – úkolem je odstraňovat a zmírňovat alespoň některé z nejvýznamnějších vedlejších účinků tržního mechanismu. Najít však rozumnou a uvážlivou míru intervence není jednoduché – zájmy jednotlivých účastníků jsou často na opačných pólech;<sup>335</sup> navíc vyžadují delší čas k vyhodnocení pozitivních i negativních dopadů; zároveň

<sup>331</sup> Jednotlivé příčiny selhání trhu hlouběji rozebíráme selektivně.

<sup>332</sup> Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D.: *Ekonomía 2*. Přel. J. Iša a kol. Bratislava: Bradlo, 1992. 550 s. ISBN 80-7127-031-8. s. 336.

<sup>333</sup> Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D.: *Ekonomía 1*. Přel. J. Iša a kol. Bratislava: Bradlo, 1992. 419 s. ISBN 80-7127-030-X.

<sup>334</sup> V obecné rovině, ke vztahu jednotlivce a vlády v ekonomickém kontextu, S. E. G. Lea uvádí: „Není to ekonomická spokojenost jednotlivce jako taková, která ovlivňuje postoje k vládě a ekonomickému systému, ale spíše míra, ve které byly osobní a ekonomické aspirace splněny nebo zklamány.“ (Lea, S. E. G., Tarpy, R. M., Webley, P.: *Psychologie ekonomického chování*. Přel. Z. Bure a kol. Praha: Grada, 1994. 820 s. ISBN 80-85623-93-5. s. 534).

<sup>335</sup> Již např. A. K. Sen připomíná, že maximalizace vlastního zájmu nevede nutně k optimálnímu a nejefektivnějšímu výstupu. Současně upozorňuje, že maximalizace vlastního zájmu není výlučnou determinantou lidského chování. Poukazuje i na prvek „my“ (pocit identity v rámci určité skupiny) – uznání cílů ostatních lidí a vzájemnou závislost; tedy chování se řídí i pravidly ostatních členů skupiny, byť tato nejsou



skutečnosti, které vyvolávají selhání nejsou dobře predikovatelné a mají spíše ráz neočekávaných událostí.

Jednou z oblastí, kde se projevují zásahy státu lze spatřovat v regulaci odvětví, která jsou z hlediska makroekonomického považována za významné, ne-li přímo stěžejní. Regulace jako nástroj státní kontroly umožňuje specializovaným orgánům ovlivňovat oblasti jako je vstup, výstup z odvětví, chování účastníků etc. Tedy pravidla stanovená státem (nejúčinněji ve formě právních předpisů), se záměrem navodit změnu nebo kontrolovat určité odvětví. V poslední době se rozšiřuje vyjma ekonomické regulace i tzv. společenská regulace<sup>336</sup>, jejímž cílem je odstraňovat vedlejší účinky – externality, které jsou doprovodným jevem hospodářské činnosti.

## 4.1 Nová institucionální ekonomie

### 4.1.1 Metodologické základy nové institucionální ekonomie

Institucionalismus se v ekonomii rozvíjí od 90. let 19. století, především ve Spojených státech amerických. K představitelům institucionalismu patří Th. Veblen, J. R. Commons, W. C. Mitchell, J. M. Clark, J. A. Hobson a další. Nešlo o samostatnou ekonomickou školu, záměrem institucionalistů bylo přiblížit ekonomickou teorii skutečným podmínkám hospodářské reality, spíše než matematicko fyzikální zaměření, preferují výstavbu ekonomické teorie na principech struktury biologie a práva, využívají empiricko-induktivní metodu. Instituce vymezily jako „právně uznané zvyky, které přirozeně vykrystalizovaly z lidského jednání a byly přetvořeny v pozitivní zákony“.<sup>337</sup> Instituce se v průběhu času, v reakci na vývoj společnosti, mění nebo jsou nahrazeny novými. V tomto směru je namístě se zabývat ekonomickými, morálními i psychologickými předpoklady,

---

zahrnuta do vlastního zájmu určitého jednotlivce (z pohledu jedince jim není přisuzována vnitřní hodnota) (Sen, A. K.: *Etika a ekonomie*. Přel. J. Štefková. Praha: Vyšehrad, 2002. 119 s. ISBN 80-7021-549-6.),

Obdobně, také A. Etzioni, který chápe „člověka jako jedince orientovaného nejen utilitaristicky na svůj prospěch, na vlastní JÁ, ale zároveň vřazeného do zdravého společenství (MY)“ (Džbáňková, Z.: *Etické aspekty ekonomického prostředí ČR v procesu připojení k EU – teoretický pohled a praktické zkušenosti*. In: *Marathon*, 2003, Vol. 49, No. 6. Dostupné na: [http://www.scss.sk/dvd\\_lpp\\_0384\\_09\\_2010/METODICK%C1%20PODPORA%20Z%20INTERNETU/EUROSTRAT%C9GIE/Filozofie,%20ekonomie,%20politologie,%20sociologie,%20psychologie,%20historiografie.htm](http://www.scss.sk/dvd_lpp_0384_09_2010/METODICK%C1%20PODPORA%20Z%20INTERNETU/EUROSTRAT%C9GIE/Filozofie,%20ekonomie,%20politologie,%20sociologie,%20psychologie,%20historiografie.htm), cit. 4. 8. 2011.).

<sup>336</sup> Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D.: *Ekonomía 2*. Přel. J. Iša a kol. Bratislava: Bradlo, 1992. 550 s. ISBN 80-7127-031-8.

<sup>337</sup> Sojka, M. a kol.: *Dějiny ekonomických teorií*. 2. vyd. Praha: VŠE, 1998. 403 s. ISBN 80-7079-705-3. s. 333.

kteří podmiňují daný vývoj. Lze vysledovat dva základní přístupy: psychologický, který reprezentuje Th. Veblen a právní, který je spojován s J. R. Commons. Veblen charakterizoval hospodářské instituce jako „komplex zvykového myšlení a konvenčního chování, které je historicky proměnné“,<sup>338</sup> přičemž stav vývoje institucionální struktury považoval za vždy nekorespondující vývoji společnosti. Commons předpokládal, že v případě vhodného vymezení hierarchie cílů,<sup>339</sup> lze odstranit rozpor mezi snahou o maximální efektivnost výroby a snahou o maximalizaci zisku.

Obdobné stanovisko, tedy redukci matematických vlivů na ekonomickou teorii a naopak zdůraznění individuální psychologie, zastává rakouská subjektivně psychologická škola. Mezi představitele řadíme C. Mengera, F. von Wiesera, E. von Böhm-Bawerka. Při zkoumání ekonomických jevů, C. Menger považoval za hlavní abstraktně deduktivní metodu.<sup>340</sup> K zákonitostem fungování hospodářství jako celku, lze tedy dojít deduktivní abstrakcí analýzy hospodářských aktivit jednotlivce. Výchozím předpokladem je omezenost statků, dynamický činitel představují aktivity individua v rámci péče o svůj blahobyt (uspokojování individuálních potřeb). V tomto směru významně rozvinuli teorii mezního užítku.<sup>341</sup> V oblasti metodologie rakouská škola rozpracovala tzv. metodologický subjektivismus a metodologický individualismus. Podle metodologického subjektivismu jsou aktivity jednotlivce podmíněny subjektivní hodnotovou škálou, rozhodující je přiřazení subjektivní hodnoty určitému statku – subjektivní ocenění, ne jeho cena ve smyslu nákladů. Metodologický individualismus zdůrazňuje, že ekonomie je vědou, jejíž podstatou je lidské jednání.<sup>342</sup> Pouze v základních rysech naznačíme hlavní myšlenky F. A. Hayeka a L. von Misesa. Hayek se vyjma teorie obchodního cyklu, zabýval mimo jiné i dělbou práce a specializací. V tomto směru rozlišil dvě etapy – období primitivní ekonomie a období

<sup>338</sup> Sojka, M. a kol.: *Dějiny ekonomických teorií*. 2. vyd. Praha: VŠE, 1998. 403 s. ISBN 80-7079-705-3. s. 333.

<sup>339</sup> Stanovením přijatelných cílů by se měla zabývat ekonomická věda.

<sup>340</sup> V této souvislosti vit také spor rakouské školy s německou historickou školou, která jako preferovanou metodu zkoumání hospodářské reality, zvolila historicko-popisnou metodu.

<sup>341</sup> Hodnota podle teorie mezního užítku závisí na dvou faktorech:

- na „závažnosti“ potřeby, kterou myšlený spotřební předmět (služba) uspokojuje a
- na množství, v jakém jim (jí) spotřebitel disponuje.

(Sojka, M. a kol.: *Dějiny ekonomických teorií*. 2. vyd. Praha: VŠE, 1998. 403 s. ISBN 80-7079-705-3. s. 50, 51).

<sup>342</sup> V této souvislosti poukážeme i na koncepci metodologického pozitivismu a metodologického holismu. Metodologický pozitivismus je založen na vytvoření hypotézy, přičemž tato základní výpověď se následně testuje a ověřuje.

Metodologický holismus přiřazuje vyšší hodnotu celku, než jeho jednotlivým částem – sociální instituce jsou především výsledkem působení společenských celků, jako je např. národ, stát apod. (V této souvislosti viz také s. 87 (3. 5. 1. 1 Etické hodnoty hospodářské etiky ))

(Hindls, R., Holman, R., Hronová, S. a kol.: *Ekonomický slovník*. Praha: C. H. Beck, 2003. 519 s. ISBN 80-7179-819-3.).

pokročilé společnosti s pokročilým hospodářstvím. Rozšiřování objektivní znalosti individuálních potřeb, usnadňuje koordinaci aktivit žádoucím směrem – k produkci statků, které jsou žádány, za současného snížení plýtvání omezenými zdroji výrobních faktorů. Tohoto cíle lze dosáhnout pouze v prostředí přirozeného tržního procesu. Mises je považován za krajně vyhraněného stoupence individualismu a konzervativismu. Podporuje principy neomezené volné soutěže, odmítá státní zásahy do hospodářství, role státu se má koncentrovat výlučně na stanovení pravidel a podmínek hry.<sup>343</sup>

D. C. North zdůrazňuje nutnost využití historické analýzy v případech, kdy tradiční metody neposkytují adekvátní vysvětlení jevů. Zabývá se analýzou institucí a jejich významu v rámci vývoje společnosti. Instituce chápe jako pravidla hry, pravidla chování lidí ve vzájemných interakcích, v ekonomickém životě i politice.<sup>344</sup> Zdůrazňuje také zakomponování hlediska transakčních nákladů v procesu rozhodování subjektu.

V souvislosti s institucionální ekonomikou, významné místo patří R. H. Coasemu. Řešením problému externalit se zabýval mimo jiné v článku „Problém společenských nákladů“ z roku 1960. Pozornost soustřeďuje na transakce firem, které mají ve výsledku negativní efekt na ostatní,<sup>345</sup> přičemž stávající opatření<sup>346</sup> k jejich vyrovnání považuje za nevhodná. Za rozhodující považuje odpovědnost za produkci negativního efektu. Zdůrazňuje nezbytnost vymezit již na počátku, zda subjekt je nebo naopak není odpovědný, což následně umožňuje eventuální „směnu“ práv mezi subjekty. V tomto směru dospěl k závěru, že „výchozí alokace zákonných oprávnění nemá žádný dlouhodobý vliv na efektivnost, pokud jsou transakční náklady jejich směny nulové“.<sup>347</sup> Zde však vzniká problém, na který upozorňuje již sám Coase, že reálné situace se nulovými transakčními náklady nevyznačují, dokonce mohou nastat situace, kdy transakční náklady dosáhnou takové míry, že zabraňují efektivnímu fungování trhu. Jedním z hlavních úkolů státu, by z tohoto důvodu mělo být vytváření pravidel, která napomáhají odstraňovat transakční náklady.

<sup>343</sup> Sojka, M. a kol.: *Dějiny ekonomických teorií*. 2. vyd. Praha: VŠE, 1998. 403 s. ISBN 80-7079-705-3.

<sup>344</sup> Kouba, K.: Institucionální ekonomie a teorie pravidel v dílech „otců zakladatelů“. Dostupné na: <http://ies.fsv.cuni.cz/default/file/download/id/13001>, cit. 6. 9. 2011.

<sup>345</sup> Danou problematiku vysvětluje na příkladu negativní externality – znečištění prostředí jako externí „produkt“ činnosti určité firmy.

<sup>346</sup> Např.: odstranění škody v důsledku znečištění vlastníkem, specifické daně k odstranění, resp. vyrovnání následků znečištění.

<sup>347</sup> Vítek, L.: Ronald H. Coase: Společenské náklady, teorie externalit a jejich řešení. Dostupné na: [http://www.scss.sk/dvd\\_lpp\\_0384\\_09\\_2010/METODICK%C1%20PODPORA%20Z%20INTERNETU/EXTERNALIZ%C1CIA%20A%20INTERNALIZ%C1CIA%20N%C1KLADOV/coase.doc](http://www.scss.sk/dvd_lpp_0384_09_2010/METODICK%C1%20PODPORA%20Z%20INTERNETU/EXTERNALIZ%C1CIA%20A%20INTERNALIZ%C1CIA%20N%C1KLADOV/coase.doc), cit. 8. 9. 2011.

#### 4. 1. 2 Transakční náklady

Jedním ze základů ekonomiky, a tedy i jakéhokoliv trhu, je její součástí je transakce, kterou lze charakterizovat jako „jakýkoli akt směny či transferu mezi účastníky smluvního vztahu, jimiž mohou být fyzické či právnické osoby“.<sup>348</sup> Důležitým prvkem transakce je specifičnost aktiv, kterých se týká a míra, s jakou se opakují, nebo naopak – jsou jedinečné. Tyto atributy do značné míry ovlivňují celou fázi transakce, stejně jako náklady s ní spojené. Moderní ekonomiky se v souvislosti s uskutečňováním transakcí v ekonomice a eliminováním nákladů zaměřují na sledování transakčních nákladů. *Transakční náklady* jsou „náklady na provoz ekonomického systému, jsou jakousi analogií tření (frikcí) ve fyzikálních systémech. Zatímco pro ekonomii hlavního proudu jsou frikce často chápány jen jako důsledek monopolních praktik či selhání trhu, institucionalismus se je snaží analyzovat bez podjatosti, a ukazuje, že jejich existence je naopak mnohdy zdůvodněna efektivností, tj. úsporami právě transakčních nákladů“.<sup>349</sup> Pojem „transakční náklady“ se původně pojí se jménem R. H. Coaseho,<sup>350</sup> který tvrdil, že „za předpokladu nulových transakčních nákladů je výsledek tržního procesu nezávislý na počátečním rozdělení vlastnických práv“.<sup>351</sup> Podrobněji se tuto teorie pokusil rozpracovat O. E. Williamson,<sup>352</sup> který se zaměřil na zkoumání daného problému na úrovni firmy, jeho závěry však můžeme zevšeobecnit. Striktně odlišil transakční náklady a produkční náklady. Některé druhy transakčních nákladů mají své speciální pojmenování:

- náklady spojené se zjišťováním informací – za jejich získání a vyhledání,
- náklady za smluvní ceny (tzv. bargain costs) – cena za vyjednání smluvní ceny s jiným obchodním partnerem,
- náklady spojené s dohledem nad dodržováním smlouvy – vynaložené prostředky dohledu nad tím, aby druhá strana dohody tuto dohodu dodržovala.<sup>353</sup>

Jiné hledisko třídění transakčních nákladů předkládá Mlčoch, který rozlišuje transakční náklady ex-ante a ex-post. Již z názvu plyne, že transakční náklady ex-ante představují náklady spojené s přípravou, zabezpečením a vyjednáváním kontraktu, resp. transakce všeobecně. Mezi náklady ex-post řadí náklady spojené s vymáháním plnění z kontraktů,

<sup>348</sup> Mlčoch, L.: *Institucionální ekonomie*. 2. vyd. Praha: Karolinum, 2005. 189 s. ISBN 80-246-1029-9. s. 31.

<sup>349</sup> Mlčoch, L.: *Institucionální ekonomie*. 2. vyd. Praha: Karolinum, 2005. 189 s. ISBN 80-246-1029-9. s. 32.

<sup>350</sup> V této souvislosti viz také s. 99 (4. 1. 1 Metodologické základy nové institucionální ekonomie).

<sup>351</sup> Vitík, R.: Transakční náklady a hranice firmy. Dostupné na:

<http://www.ekonomikaamanagement.cz/cz//clanek-transakcni-naklady-a-hranice-firmy.html>, cit. 18. 7. 2011.

<sup>352</sup> Ze závěrů O. E. Williamsna o transakčních nákladech vychází i S. Voigt.

<sup>353</sup> Dahlman, C. J.: The Problem of Externality. In: Journal of Law and Economics, Vol. 22, No. 1 (Apr., 1979), pp. 141-162. ISSN 00222186. Dostupné na: <http://www.jstor.org/pss/725216>, cit. 20. 7. 2011.

náklady vyvolané špatnou adaptací (tzv. handrkovací náklady).<sup>354</sup> Nutno připomenout, že náklady ex-ante i ex-post spolu úzce souvisí a jsou navzájem propojeny. Z tohoto důvodu musí ekonomický subjekt při plánování optimalizace a snižování transakčních nákladů brát v potaz i tuto skutečnost.

Subjekty trhu se snaží minimalizovat své náklady, jejichž součástí jsou právě i náklady transakční. S transakčními náklady a jejich eliminací úzce souvisí právě regulace. Účelem regulace je korigovat asymetrii v postavení profesionálních a neprofesionálních účastníků trhu a zároveň tak snižovat transakční náklady, které se v moderních ekonomikách stávají stejně důležitými jako náklady výrobní. Ovlivňování transakčních nákladů s úmyslem jejich snižování do značné míry ovlivňují užití konkrétních regulačních nástrojů. Důležitou roli v rámci uskutečňování tohoto cíle sehrávají státní orgány moci výkonné (a pochopitelně v rámci legislativního procesu i moci zákonodárné), ve smyslu vytvoření propracovaného právního rámce, který by redukoval transakční náklady související se vstupem do odvětví, pravidly obchodování etc., a zabezpečoval jeho dodržování, příp. vymáhání (včetně přihlédnutí k integraci a centralizaci mezinárodních trhů). Instituce, které zastřešují regulaci mohou mnohem výrazněji ovlivňovat právě transakční náklady s vynaložením prostředků a nástrojů, které mají ze zákona k dispozici. Nemohou však nahrazovat např. činnost orgánů činných v trestním řízení, rovněž není cílem těchto institucí plně nahradit odpovědnost managementu a jiných vedoucích osob za vnitřní kontrolní mechanismy.

Vztaženo ke kapitálovému trhu, který se primárně zaměřuje na efektivnost, kterou tedy můžeme chápat i v rovině snižování transakčních nákladů: „burzovní trh musí zajistit co nejnižší transakční náklady, které jsou zpravidla rozhodujícím faktorem jeho konkurenceschopnosti v rámci obecného trhu investičních příležitostí. Určitého snížení transakčních nákladů u jednotlivých burzovních trhů lze dosáhnout využitím existujících vnitřních rezerv v činnosti těchto trhů – důležitým parametrem určujícím dolní hranici snižování transakčních nákladů je však dosažená likvidita na burzovním trhu. Tento faktor se uplatňuje zejména v případě samostatných burzovních trhů lokálního významu a u vznikajících trhů, jejichž mělkost neumožňuje stabilní růst jejich likvidity“.<sup>355</sup>

<sup>354</sup> Mlčoch, L.: *Institucionální ekonomie*. 2. vyd. Praha: Karolinum, 2005. 189 s. ISBN 80-246-1029-9. s. 33.

<sup>355</sup> Štalmach, P.: Burzovnictví – rozvojové tendence. *Finance a úvěr*, 1995, Vol. 45, No. 12, s. 662-671.

Dostupné na: [http://journal.fsv.cuni.cz/storage/847\\_199512ps.pdf](http://journal.fsv.cuni.cz/storage/847_199512ps.pdf), cit. 18. 7. 2011. s. 667.

#### 4. 1. 3 Neúplné informace

Neúplné informace jsou charakterizovány informační asymetrií, situací kdy jeden subjekt s ohledem na jiný subjekt, disponuje kvalitnějšími informacemi. Lepší informační vybavenost způsobuje, že se subjekt dostává do výhodnější pozice.<sup>356</sup> Jako důvody vzniku informační asymetrie lze uvést např. utajené informace, nebo utajené činnosti.

V reálných situacích operujeme s neúplnými informacemi; tato skutečnost vede ke koncepci *omezené racionality*, dle které lidská racionalita má svá omezení, jedinec není vždy schopen absorbovat veškeré relevantní informace, výsledkem není vždy optimální řešení. Pro lepší pochopení dané problematiky načtneme alespoň v hlavních znacích základní hypotézu racionálních očekávání, vůči níž se právě omezená racionalita vyhraňuje. Ústřední hypotézy racionálních očekávání vychází z toho, že: 1. lidé využívají všech dostupných informací; a 2. ceny a mzdy jsou pružné. V našem kontextu nás bude zajímat především první hypotéza, jelikož dostatek informací činí vzájemné vztahy transparentnějšími a posiluje důvěru mezi účastníky. Podle hypotézy racionálních očekávání „jsou prognózy objektivní a zakládají se na všech dostupných informacích“.<sup>357</sup> Lidé činí svá ekonomická rozhodnutí na základě nejdostupnějších informací. Předpokladem je, že účastníci trhu (tedy včetně běžných lidí) reagují na informace rozumně.<sup>358</sup> Jejich očekávání se formulují s využitím nejnovějších dostupných údajů a nejlepší dostupné ekonomické teorie, z čehož vychází domněnka, že vláda nemůže lidi zavádět, neboť lidé mají přístup ke stejným informacím jako vláda. Slabinou je právě předpoklad, že lidé znají všechna systematická hospodářsko-politická pravidla a ekonomickou strategii, které užívá vláda.

---

<sup>356</sup> V této souvislosti viz také teorii pána a správce (principal-agent theory) od M. Jensena a W. Mecklinga.

<sup>357</sup> Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D.: *Ekonomika I*. Přel. J. Iša a kol. Bratislava: Bradlo, 1992. 419 s. ISBN 80-7127-030-X. s. 368.

<sup>358</sup> Kohout, P.: Racionální očekávání a jejich nerozumnost. Dostupné na: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/racionalni-ocekavani-a-jejich-nerozumnost/>, cit. 27. 6. 2011.

## 4. 2 Institucionální ekonomie S. Voigta

Teorie institucionální ekonomie S. Voigta vychází z omezené racionality účastníka a kladných transakčních nákladů.

Na instituci lze nazírat jednak jako výsledek hry a jako pravidlo hry.<sup>359</sup> V rámci instituce vymezuje dvě složky – složku pravidlovou a sankční (postihovou). Instituci s ohledem na pravidlovou složku lze chápat jako „pravidelnost v sociálním chování, s níž jsou srozuměni všichni členové společnosti, která specifikuje určité chování v opakujících se situacích a buď se prosazuje sama od sebe, nebo je prosazována externí autoritou“,<sup>360</sup> s ohledem na sankční složku pak jako „lidmi vymyšlená omezení lidské interakce, která utvářejí odpovídající motivace vzájemné směny, ať je tato směna politického, společenského či ekonomického druhu“. <sup>361</sup> Syntézu představuje definice *institute* jako „obecně známá pravidla, s jejichž pomocí jsou uspořádány opakující se interakce a jež jsou vybavena donucovacím mechanismem, který v případě porušení pravidel vede k sankci, či k hrozbě sankce“. <sup>362</sup>

Základním požadavkem kladeným na instituce, je jejich univerzálnost, která snižuje nejistotu ve vzájemných interakcích účastníků a dále schopnost modifikace v případě změněných resp. nových podmínek. Dílčí atributy univerzality, lze vyjádřit jako:

- obecnost – použitelnost pro nepředvídatelné množství osob a případů,
- abstraktní (resp. negativní) formulace – nepředepisovat konkrétní jednání, ale pouze zakazovat určité způsoby jednání,
- určitost (resp. nepochybnost) – dotčené osoby mohou vědět, je-li určité jednání zakázáno či povoleno,
- zdůvodnitelnost – měly by být výsledkem racionálního diskursu. <sup>363</sup>

Funkci institucí, lze primárně chápat, jako odstraňování nejistoty, umožňuje účastníku předvídat s dostatečnou mírou pravděpodobnosti chování ostatních účastníků.

---

<sup>359</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 21.

<sup>360</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 22.

<sup>361</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 22.

<sup>362</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 22.

<sup>363</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 184.

Obr. č. 6: Typy interních a externích institucí

pravidlo	způsob dohledu a prosazení	kategorie instituce
konvence	sebeprosazení	interní
etické pravidlo	imperativní sebekontrola	interní
zvyk	spontánní dohled ostatních aktérů	interní
formální soukromá pravidla	plánovitý dohled ostatních aktérů	interní
pravidla pozitivního práva	organizovaný státní dohled	externí

Pramen: Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Praha: Alfa Publishing, 2008.

Rozdělení na interní instituce a externí instituce vychází z koncepčního oddělení státu a společnosti. Interní instituce se vyznačují tím, že nejsou prosazovány prostřednictvím státu, naopak externí instituce v rámci svého prosazení s ingerencí státního mechanismu počítají. Mohou být vzájemně ve vztahu:

- neutrálním – pokud se orientují na vzájemně nepropojené oblasti lidského jednání,
- komplementárním – pokud lidské chování omezují obsahově podobným nebo stejným způsobem a na dodržování pravidel dohlíží jak stát, tak i soukromé subjekty,
- substitučním – pokud lidské chování omezují obsahově podobným nebo stejným způsobem, ovšem na dodržování pravidel dohlíží buď stát, nebo soukromé subjekty,
- konfliktním – pokud je respektování interní instituce nutně spojeno s proviněním vůči externí instituci či naopak.<sup>364</sup>

Pravidlo omezuje činnost osoby vždy, omezení však naopak nemusí zakládat pravidlo. Co do vzniku, není pravidlo bezprostředně závislé na vůli jednajících osob. „Pravidlo se nestává normou tím, že je poprvé použito členem nějaké skupiny. Takové pravidlo je pouze jednotlivým pravidlem vytvořeným v závislosti na kontextu... Jednotlivé pravidlo se stává normou, když je jeho použití jinými členy sociální skupiny odůvodněno odkazem na jeho předchozí aplikaci, nebo když je zdůvodněno jako očekávané či vhodné chování člena této skupiny. Jednotlivé pravidlo se také stane normou tehdy, je-li ve skupině tak zavedené, že jednotlivci ho vnímají jako jedinou přijatelnou alternativu svého jednání.“<sup>365</sup> Pravidlo lze považovat za výhodné pro celou skupinu, v případě, že se lze domnívat, že by bylo akceptováno každým jednotlivým členem. Legitimita pravidla je opřena o racionální zdůvodnění použití pravidla. Vzhledem k nákladům, které by však jednomyslnost

<sup>364</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 27.

<sup>365</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 162.



vyžadovala, postačuje pouze ve vztahu k pravidlům základním. S ohledem na velké skupiny, se však jeví místo jednomyslnosti, jako reálně přijatelnější spíše co nejširší konsenzus členů takové skupiny.

Prosazení pravidel – v určitém rozsahu se pravidlo prosazuje samo – dodržení pravidla přináší užitek a pro osobu jednající je výhodnější postupovat v souladu s pravidlem. Případné nedodržení pravidla zhoršuje postavení osoby s ohledem na ostatní účastníky (kteří jej dodrží), a tudíž je zde pozitivní motivace k jednání s pravidlem nerozpornému.

Další formou je prosazování prostřednictvím imperativní sebekontroly. Tato oblast má nejbližší k etickým hodnotám – osoba jednající je vnitřně motivována pravidlo dodržet, ačkoli může jít i proti vlastnímu (oportunistickému) zájmu.

Třetí forma se liší od předchozích tím, že předpokládá externí sankční mechanismus, který se realizuje v podobě neformálních nebo formálních prostředků ze strany třetích osob. Neformální se uskutečňuje prostřednictvím spontánního společenského dohledu – výsledkem porušení pravidla, je upozornění ostatních účastníků a z toho plynoucí poškození reputace porušitele. Mezi formální resp. formalizované formy dohledu řadíme organizovanou soukromou kontrolu a organizovanou státní kontrolu.

Pokud jde o jednotlivce a jeho participaci na vzniku a změně instituce, lze rozlišit tzv. rovinu tahů hry (držet se/nedržel se daných institucí) a rovinu pravidel hry (poptávat/nepoptávat jiné instituce). Vznik a změna institucí, nebo naopak setrvání u stávajících institucí je ovlivněna šesti faktory:

- omezená racionalita aktérů – v této souvislosti lze mluvit i o tzv. cílové funkci omezené racionality aktérů, kdy jednotlivci před maximalizací svého užitku preferují dosažení uspokojení na určité pro ně přijatelné úrovni. Změna institucí je tak žádána až v případě, že dojde k vychýlení, resp. nenaplnění nároků saturujících onu přijatelnou úroveň,
- problém kolektivního jednání – instituce jsou chápány jako kolektivní statky, tedy předpokládají účast většího počtu osob. Změna sebou nese zvýšené náklady, z tohoto důvodu jednatel spoléhá, že danou změnu vyvolají ostatní (a tedy ponesou i náklady) a sám setrvá v pozici tzv. černého pasažéra. Obdobnou úvahou se však řídí i ostatní členové a preferují status quo. Z tohoto důvodu tedy nelze vyvodit pravidelnost, na základě které by se dala předpokládat změna instituce, jakmile by byla pro účastníky výhodná,
- závislost na minulém vývoji změny institucí, jež je v těsné souvislosti s fenoménem

- politických transakčních nákladů. Vycházíme z toho, že tyto prvky vedou k tomu, že
- relativní moc relevantních aktérů se odráží v institucích společnosti,
- na druhé straně by mohly být také relevantní představy velké části obyvatel o spravedlnosti.<sup>366</sup>

Změnu je však možné považovat za výhodnou, pouze pokud náklady spojené s její realizací nejsou v rozporu s náklady existujícího stavu. Při změnách, ke kterým dochází v rámci externích institucí je nezbytné zohlednit instituce interní, výsledná změna by měla stavem kompatibility mezi externími a interními institucemi. Zároveň by měla být snaha mobilizovat v co nejširší míře dosud nevyužité interní instituce. Dalším nebezpečím může být také ne přímo import zahraničních externích institucí, ale jejich nevhodná (zkreslená) transformace, interpretace a jiné možnosti deformace.

Zajímavá je i úvaha E. Ostromové k problematice regulace ve vztahu ke společně sdíleným zdrojům. Předpoklady teorie mohou vést k závěrům, které v rámci určitého uspořádání vztahů indikují nevyhnutelnost plýtvání. Tyto předpoklady se však v reálných podmínkách nenaplnují. Základem je řešení situace nikoliv konfliktním způsobem, ale kooperací, vytvořením pravidel, která jsou výsledkem společného jednání. Úprava určitých vztahů vytvořením formálních pravidel, předpokládá zainteresování státu. V důsledku toho však vzniká nová, resp. další množina problémů a zároveň nová, resp. další množina nákladů. Rovněž vyvstává riziko „predátorství vlády“, jejíž pravidla mohou být pouze výsledkem uplatnění zvláštních zájmů. Ostromová poukázala na schopnost lokálních společenství efektivněji řešit problém společně sdílených zdrojů, úpravou vztahů vytvořením neformálního rámce pravidel, která lépe reflektují potřeby společenství, uvnitř společenství společenstvím samotným – tzv. užívaná pravidla. Schopnost vytvořit účinnější pravidla samotnými osobami, jichž se regulace týká, pramení jednak z blízké znalosti konkrétních poměrů, stejně jako ze snahy uspořádat poměry vyhovujícím způsobem v rozumném časovém horizontu. Naproti tomu vládní úředník nemá všechny relevantní znalosti dané situace, a s jejich eventuálním získáním nutno spojit časové náklady, zároveň není na řešení osobně zainteresován. Ostromová na základě svých zkoumání dospěla k závěru, že užívaná pravidla jsou pro společenskou kooperaci důležitější než pravidla formální a že „užívaná pravidla determinují praxi spíše, než pravidla formální, ale také, že stejná funkce pravidel

---

<sup>366</sup> Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4. s. 145.

může být obsloužena rozmanitými formami pravidel“.<sup>367</sup> Výhodou užívaných pravidel je také skutečnost, že jednoznačnějším způsobem identifikují odpovědnost a rychleji zabezpečí eventuální sankci.

Ačkoliv se v reakci na reálný vývoj kapitálového trhu, především ve spojitosti s krizovými situacemi, jeví požadavek úpravy vztahů na kapitálovém trhu především formálními pravidly jako opodstatněný, je zřejmé, že zakomponování neformálních institucí v rámci regulace je nezbytnou podmínkou efektivní regulace v dlouhodobém horizontu. Ekonomické teorie plně reflektují potenciál neformálních institucí na hospodářskou realitu a zájem o jejich zkoumání se prohlubuje. Další oblastí, která může mít vliv na výraznější preferenci jednoho systému pravidel před druhým, může přinést pokračující internacionalizace a elektronizace kapitálového trhu. Zároveň nelze opomenout skutečnost, že nezanedbatelným způsobem ovlivňuje výslednou strukturu pravidel i chování samotných účastníků kapitálového trhu.

---

<sup>367</sup> Boettke, P.: *Robustní politická ekonomie pro 21. století*. Přel. M. Šuster a kol. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, CEVRO Institut. 346 s. ISBN 978-80-7357-619-6. s. 254.

## Závěr

Ve státech s rozvinutou tržní ekonomikou představují kapitálové trhy, jakožto segment finančního trhu, podstatnou součást tržních mechanismů. Vystupují jako významný zprostředkovatel transferu a tím i realokace materiálních i imateriálních artefaktů. Ve vyspělých státech reprezentují plnohodnotnou alternativu k získání peněžních prostředků, na rozdíl od České republiky, kde převládají „klasické“ úvěry.

Kapitálový trh je však nutno brát také jako systém vzájemně podmíněných vztahů. V této rovině, je nezbytné, v zájmu vytvoření a zachování chodu, resp. rozvoje daného kapitálového trhu, společenské vztahy, které vznikají na kapitálovém trhu upravit souborem pravidel. Stanovení pravidel – regulace, v zájmu usměrnění určitého jevu, je nezbytnou fází vývoje určitého systému společenských vztahů. Jedním z hlavních cílů regulace, by mělo být odstraňováním nadměrných rizik, jakožto nemožnosti anticiopavat poměry v souvislosti se základními pravidly vymezujícími a upravujícími činnosti na konkrétním kapitálovém trhu.

Nezbytnou podmínkou regulace, která bude plnit svůj účel, je výběr vhodné regulační struktury. Úvahy v tomto směru lze rozvinout a vztáhnout v několika dimenzích problematiky. Konkrétně jde o vyřešení otázek, zda preferovat regulaci založenou na právních předpisech, nebo neformálních pravidlech. Je nutné vyřešit eventuální poměr mezi pravidly, která jsou stanovena právními předpisy a pravidly, která nemají povahu státem vynutitelných norem. Další rovinou, je nalezení odpovědi na otázku, zda preferovat pravidla státní provenience, nebo pravidla která jsou výsledkem činnosti jiných subjektů než státních. Horizontální vztahy, neopomíjení jiných účastníků ze strany státu v rámci regulace, pozitivně působí na vytváření vzájemné solidarity a angažovanosti (nejen k dodržování pravidel) na kapitálovém trhu. Ve finále, je nutno zajistit stav, který vylučuje dvojí kompetenci, nebo naopak určitou oblast nepokrývá.

Samotný vývoj, do jisté míry, vyřešil otázku posledních let – regulace nebo deregulace. Krize, které otřásl kapitálovým trhem v posledních letech, jednoznačně prokázaly opodstatněnost státní regulace prostředky práva, tedy prostřednictvím zákonných a podzákonných norem. Nutno však brát v potaz, že pravidla, jejichž autorem jsou státní subjekty, nejsou pouze výsledkem zhodnocení aktuálních, resp. budoucích potřeb, ale do značné míry, jsou výsledkem politického klimatu a z toho plynoucích politických rozhodnutí. V tomto směru, je nezbytné, aby na vytváření pravidel participovali osoby

odborně zdatné, které mají profesionální znalosti a zkušenosti v dané oblasti. Je nutné pokračovat v zavádění přístupů, které zdůrazňují kooperativně-konzultační pojetí a umožňují podílet se na přípravě legislativy i jiným subjektům a osobám, než těm, které tvoří personální substrát státních orgánů. Zároveň v rozumné míře, umožnit subjektům, které mají blíže k faktickým činnostem uskutečňovaným na kapitálovém trhu, vytvářet si v rámci samoregulace vlastní soubory pravidel. Optimálně tedy situace, kdy právní předpisy, které reflektují i požadavky uplatněné v rámci vzájemné spolupráce mezi regulátorem a regulovaným, budou tvořit základnu, resp. budou celý systém zastřešovat; a současně méně významné záležitosti ponechat samoregulaci. Ze vzájemné kooperace vzejdou dva momenty: 1. subjekty regulované, které mají možnost uplatnit své požadavky a promítnout své potřeby v rámci obecně závazných právních předpisů, nebudou mít tendenci je porušovat, resp. obcházet; 2. regulátor, který má dostatek informací o potřebách a představách regulovaných, bude mít lepší představu o obsahu pravidel, která si vytvoří regulování v rámci samoregulace. Touto cestou, lze přispět k naplnění výše uvedené snahy – zabránit jednak přílišné regulaci, která se stává nepřehlednou a brzdí rozvoj kapitálového trhu a zároveň zabránit duplicitám nebo absencím pravidel.

Další dimenzí, kterou jsme v diplomové práci postihli, je vzájemný vztah mezi regulací právní a mimoprávní. Mimoprávní regulace zprostředkovává regulaci oblast etických hodnot. Jednou ze snah diplomové práce je poukázat právě na potenciál a nezastupitelnost etických hodnot ve společenských vztazích, tedy i kapitálovém trhu. Etické hodnoty nemají vystupovat pouze v rámci mimoprávní regulace jako ad hoc doplněk právní regulace, ale jako nezbytná součást systému, kterou je nutné reflektovat i při tvorbě právních předpisů upravujících vztahy na kapitálovém trhu. Je relativně marností vytvářet propracované právní předpisy, není-li v prostředí, ve kterém jich má být užito, zakotveno eticky hodnotné jednání; a na druhou stranu, stěží lze vytvořit „dobré“ právní předpisy v prostředí, které se vyznačuje absencí etických hodnot, nebo jsou tyto deformovány. „Neformální instituce, jejichž součástí je rozvinutá a v praxi uplatňovaná morálka, tvoří spolehlivé podloží, na jehož základě se posléze vyvíjejí i instituce formální. Ty jsou tak „jištěny“ internalizovanými morálními hodnotami.“<sup>368</sup> Etické hodnoty tvoří výchozí podloží, mají stabilizační potenciál, nemůžou být nahrazeny právními předpisy ani regulací. Představují nezbytnou součást prostředí, pomáhají formovat a upevňovat důvěru, jednání dalších účastníků lze lépe predikovat, což se pozitivně přenáší i do dalších oblastí – snižuje

---

<sup>368</sup> Klusoň, V.: *Instituce a odpovědnost: k filozofii ekonomické vědy*. Praha: Karolinum, 2004. 319 s. ISBN 80-246-0722-0. s. 251.

se nejistota a transakční náklady. Hodnoty, které zprostředkovává etika, jsou kulturně podmíněny, a nelze opomenout skutečnost, že vztahy na kapitálovém trhu, se vždy uskutečňují také v určitém kulturním rámci. Mimo hodnot obecné etiky, se kapitálového trhu zvláště dotýkají hodnoty hospodářské etiky. V diplomové práci neustále oscilujeme kolem zdůrazňování potřeby důvěry a odpovědnosti na kapitálovém trhu – v tomto směru jde právě o hodnoty, které představují podstatný předmět zájmu hospodářské etiky. Odpovědnost zaměřuje pozornost na následky jednání. Hodnocení jednání jednotlivce ne pouze sebou samým, ale i relevantní skupinou. Odpovědnost také usměrňuje zaměření na sledování určitého zájmu a současně neomezování a eventuálně nepoškozování jiných při sledování jejich zájmu. Důvěra představuje základní kámen všech vztahů – vztahů tržních nevyjímaje. Možnost spolehnout se na jiné účastníky, že dodrží své závazky, je nezbytným předpokladem pro rozvoj kapitálového trhu, ne-li vůbec pro jeho základní a efektivní fungování. Zainteresování jednotlivců na reálném uplatňování etických hodnot a jejich uplatnění v prostředí kapitálového trhu, je oblastí která vyžaduje posun z teoretické do praktické roviny.

Nestačí však pouze vytvořit pravidla pro fungování a určit rámec hodnot, ze kterého vycházet, resp. které uplatnit, při tvorbě těchto pravidel. Stejná důslednost, by měla být věnována převodnímu mechanismu – psychologickým aspektům, které vznikají při tvorbě a uplatňování těchto pravidel. Právě tato dimenze představuje v současné době oblast, které se při regulaci nevěnuje dostatečná pozornost. Postižení motivace a rozhodování v oblasti regulace kapitálového trhu, může výrazně ovlivnit a případně zlepšit vzájemné efektivní fungování mezi přístupy k regulaci, kterými jsme se v diplomové práci zabývali dominantně.

Význam etických pravidel, soukromých pravidel a konvencí je reflektován a důrazněji se prosazuje v ekonomických teoriích posledních let. O potenciálu neformálních institucí ovlivňovat ekonomické chování není pochyb, důležitou oblastí je jejich poměr a vztah k institucím formálním – tvořených především právními předpisy. Komplementarita právní a mimoprávní regulace je významnou podmínkou ekonomického úspěchu kapitálového trhu, který se projeví i na výsledcích národního hospodářství.

Vývoj regulace kapitálového trhu v České republice, do jisté míry, zrcadlí vývoj společnosti. Původní preference neregulovat kapitálový trh, a zcela se spolehnout na mechanismy volné soutěže, se záhy ukázala jako neudržitelná. Neregulace a volnost byly nesprávně vyloženy jako právo silnějšího, jediným preferovaným cílem se stal zisk

za každou cenu. Tento model chování, který sebou nese jednání s negativním obsahem – včetně podvodného jednání a trestné činnosti, v mnoha ohledech podlomil fungování kapitálového trhu. Zde lze vysledovat jeden z cílů naší diplomové práce, upozornit na provázanost jevů (kapitálový trh) s lidským jedincem. Morálně deformovaná společnost, a její substrát – jednotlivci, nedokázali rozlišit mezi reálným fungováním a kořistěním; do popředí se dostal jako uznávaný cíl (preferovaná hodnota) krátkodobý oportunismus. Je otázné, nakolik následná regulace, byla výsledkem racionálního zhodnocení, reflektujícího vývoj kapitálových trhů (především ve smyslu technickém), nebo pouze opožděnou reakcí na negativní jednání jeho účastníků. V posledních letech se zájem orientuje na zaměření větší pozornosti k eticky hodnotnému jednání a snahu o jeho aplikaci v praxi. Všechny významné instituce, které se dnes podílí na regulaci kapitálového trhu, proklamují požadavek zakomponování etických hodnot v rámci svých činností (minimálně vytvořením etického kodexu). Je však otázkou, nakolik v tomto směru jde o skutečnou snahu uplatnit a internalizovat etické hodnoty v procesu, nebo zda jde pouze o formální nutnost a povinný manifest.

Diplomová práce je akcentována v teoretické rovině, je zamýšlena jako výchozí podklad pro další zkoumání. Vzhledem k tomu, že kapitálový trh je fenomén interdisciplinární, směrů kterými se lze vydat, je několik. Ačkoliv již v úvodu zdůrazňujeme nutnost pokud možno holistického přístupu ke zkoumání jevů, zde načrtnutý postup se bude vyznačovat specifičností. Tím však nepopíráme dříve tvrzené, jelikož další úroveň řešení, by měla ideálně zahrnovat vzájemnou spolupráci zástupců vědních oborů, kterých se kapitálový trh týká. Úmyslem je zdůraznit nutnost propojování poznatků jednotlivých vědních disciplín, které se zabírají stejným jevem; čímž máme optimálně na mysli konkrétní a simultánní spolupráci na určitém projektu, ne pouze sukcesivní výměnu poznatků mezi jednotlivými obory – byť tato druhá možnost je dnes pravidlem.

Přístup, který zde nastíníme, by mohl být přínosem pro oblast hospodářské etiky a zároveň psychologie. Další postup by se měl realizovat v několika fázích. První z nich, by mohla spočívat ve využití metody interview se zástupci dotčených oblastí – kompetentní osoby z Ministerstva financí, ČNB, burzy, obchodníci s cennými papíry a dále odborníci z oblasti práva, ekonomie, etiky, psychologie. Takto získaná data podrobit obsahové analýze, která by poskytla prvotní informaci o současném stavu – ten který „je“ a zároveň (eventuálně) i ten který „je chtěn“. Při výzkumném záměru v této oblasti, je nutno brát

v potaz, nutnost adekvátního postižení „lži-skóre“, tedy situace, kdy zkoumaný subjekt má tendenci prezentovat sebe (své jednání) v pozitivním světle. Při výše zvoleném postupu, by alespoň v této první fázi tento problém odpadl – osoby by nehodnotili své vlastní jednání, ale poskytovali by deskriptivní popis. Tento však, za použití obsahové analýzy, lze využít i k postižení jevu a jeho reálnému zachycení. Postiženy by tedy nebyly pouze – ekonomická a právní oblast, stupeň internalizace hodnot hospodářské etiky, ale ukázaly by se i psychologické aspekty – motivace k uplatňování hodnot a jejich působení při, resp. na rozhodování.



## Seznam zkratek

AKAT	Asociace pro kapitálový trh České republiky
BCPP	Burza cenných papírů Praha, a.s.
CBOT	Chicago Board of Trade
CESR	Committee of European Securities Regulators
CME	Chicago Mercantile Exchange
COMEX	Commodity Exchange
ČAOC	Česká asociace obchodníků s cennými papíry
ČBA	Česká bankovní asociace
ČNB	Česká národní banka
ČNBZ	zák. č. 6/1993 Sb., o České národní bance
ČR	Česká republika
DIK	držitel investičního kupónu
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
EK	Evropská komise
EU	Evropská unie
FESE	Federace evropských burz
FIBV	Mezinárodní federace burz cenných papírů
Forex	Foreign Exchange
FSAP	Akční plán finančních služeb
GFOCP	Garanční fond obchodníků s cennými papíry
ICMA	International capital market association
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPO	Initial Public Offering
LZPS	úst. zák. č. 2/1993 Sb., Listina základních práv a svobod
MF	Ministerstvo financí
MiFID	směrnice 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
MTF	mnohostranný obchodní systém
NASDAQ	National Association Security Dealers and Brokers Automated Quotations
NYMEX	The New York Mercantile Exchange

OCP	obchodník s cennými papíry
OTC	over-the-counter
SFEU	Smlouva o fungování Evropské unie
SPAD	system pro podporu trhu akcií a dluhopisů
UNIVYC	Univerzální vypořádací centrum, a.s.
ZKI	zák. č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování
ZPKT	zák. č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

## Seznam literatury

- [1] Anzenbacher, A.: *Úvod do etiky*. 2. vyd. Přel. K. Šprunk. Praha: Academia, 2001. 292 s. ISBN 80-200-0917-5.
- [2] Anzenbacher, A.: *Úvod do filozofie*. Přel. K. Šprunk. Praha: Státní pedagogické nakladatelství, 1990. 304 s. ISBN 80-04-25414-4.
- [3] Aristotelés: *Etika Nikomachova*. 2. vyd. Přel. A. Kříž. Praha: Rezek, 1996. 493 s. ISBN 80-901796-7-3.
- [4] Bakeš, M., Karfiková, M., Kotáb, P., Marková, H. a kol.: *Finanční právo*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. 548 s. ISBN 978-80-7400-801-6.
- [5] Baloun, V.: *Finanční kriminalita v České republice*. Praha: Institut pro kriminologii a sociální prevenci, 2004. 183 s. ISBN 80-7338-029-3.
- [6] Bedrnová, E., Nový, I. a kol.: *Psychologie a sociologie řízení*. 2. vyd. Praha: Management Press, 2002. 586 s. ISBN 80-7261-064-3.
- [7] Boettke, P.: *Robustní politická ekonomie pro 21. století*. Přel. M. Šuster a kol. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, CEVRO Institut. 346 s. ISBN 978-80-7357-619-6.
- [8] Boguszak, J., Čapek, J., Gerloch, A.: *Teorie práva*. 2. vyd. Praha: ASPI, 2004. 348 s. ISBN 80-7357-030-0.
- [9] Bohatá, M. (Ed.): *Ekonomika a etika (Úvod do problematiky)*. Praha: Ústřední ústav národohospodářského výzkumu, 1992. 58 s.
- [10] Bohatá, M.: *Základy hospodářské etiky*. Praha: VŠE, 1997. 126 s. ISBN 80-7079-428-3.
- [11] Cakirpaloglu, P.: *Psychologie hodnot*. Olomouc: Votobia s.r.o., 2004. 427 s. ISBN 80-7220-195-6.
- [12] Dědič, J.: *Burza cenných papírů a komoditní burzy*. Praha: Prospektrum, 1992. 295 s. ISBN 80-85431-62-9.
- [13] Dědič, J. a kol.: *Právo v podnikání V. (Právo cenných papírů a kapitálového trhu)*. 1. vyd. Praha: Prospektrum, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0.
- [14] Dušková, I., Džbánková, Z.: *Etická dimenze institucionálních změn (vybrané problémy)*. Praha: Oeconomica, 2005. 123 s. ISBN 80-245-0961-X.
- [15] Dytrt, Z., Strítěská, M.: *Efektivní inovace (odpovědnost v managementu)*. Brno: Computer Press, 2009. 150 s. ISBN 978-80-251-2771-1.

- [16] Hála, V.: *Impulsy Kantovy etiky (Kant – Bolzano – Brentano)*. Praha: Filosofia, 1994. 120 s. ISBN 80-7007-061-7.
- [17] Hála, V.: *Možnosti hodnotové etiky*. Praha: Filosofia, 2000. 56 s. ISBN 80-7007-135-4.
- [18] Hall, C. S., Lindzey, G. a kol.: *Psychológia osobnosti: Úvod do teórií osobnosti*. 2. vyd. Přel. A. Heretik a kol. Bratislava: Slovenské pedagogické nakladateľstvo, 1999. 510 s. ISBN 80-08-03001-1.
- [19] Hendrych, D. a kol.: *Správní právo: obecná část*. 6. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 822 s. ISBN 80-7179-442-2.
- [20] Hindls, R., Holman, R., Hronová, S. a kol.: *Ekonomický slovník*. Praha: C. H. Beck, 2003. 519 s. ISBN 80-7179-819-3.
- [21] Hubinková, Z. a kol.: *Psychologie a sociologie ekonomického chování*. 3. vyd. Přel. M. Hubinka. Praha: Grada, 2008. 277 s. ISBN 978-80-247-1593-3.
- [22] Jílek, J.: *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.
- [23] Kant, I.: *Kritika praktického rozumu*. Přel. J. Loužil. Praha: Svoboda, 1996. 306 s. ISBN 80-205-0507-5.
- [24] Kant, I.: *Základy metafyziky mravů*. 2. vyd. Přel. L. Menzel. Praha: Svoboda, 1990. 128 s. ISBN 80-205-0152-5.
- [25] Kaufman, H.: *O penězích a trhu: svobodný trh a jeho úskalí pohledem slavného wallstreetského finančníka*. Přel. J. Placht. Praha: Prostor, 2004. 343 s. ISBN 80-7260-112-1.
- [26] Klusoň, V.: *Instituce a odpovědnost: k filozofii ekonomické vědy*. Praha: Karolinum, 2004. 319 s. ISBN 80-246-0722-0.
- [27] Lea, S. E. G., Tarpy, R. M., Webley, P.: *Psychologie ekonomického chování*. Přel. Z. Bure a kol. Praha: Grada, 1994. 820 s. ISBN 80-85623-93-5.
- [28] Madsen, K. B.: *Moderní teorie motivace*. Přel. E. Bakalář a kol. Praha: Academia, 1979. 472 s.
- [29] Mlčoch, L.: *Ekonomie důvěry a společného dobra: Česká republika v Evropské unii: pokus o nástin perspektivy*. Praha: Karolinum, 2006. 195 s. ISBN 80-246-1188-0.
- [30] Mlčoch, L.: *Institucionální ekonomie*. 2. vyd. Praha: Karolinum, 2005. 189 s. ISBN 80-246-1029-9.

- [31] Nakonečný, M.: *Základy psychologie*. Praha: Academia, 1998. 590 s. ISBN 80-200-0689-3.
- [32] Pavlát, V. a kol.: *Kapitálový trh České republiky 1993-1994*. Praha: Magnet-Press, 1994. 349 s. ISBN 80-85847-30-2.
- [33] Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9.
- [34] Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada, 1993. 389 s. ISBN 80-85424-90-8.
- [35] Plummer, T.: *Prognóza finančních trhů (psychologie úspěšného investování)*. Přel. M. Chalupová. Brno: Computer Press, 2008. 373 s. ISBN 978-80-251-1592-3.
- [36] Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D.: *Ekonomía 1*. Přel. J. Iša a kol. Bratislava: Bradlo, 1992. 419 s. ISBN 80-7127-030-X.
- [37] Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D.: *Ekonomía 2*. Přel. J. Iša a kol. Bratislava: Bradlo, 1992. 550 s. ISBN 80-7127-031-8.
- [38] Seknička, P., Bohatá, M., Šemrák, M.: *Úvod do hospodářské etiky*. Praha: CODEX Bohemia, s.r.o., 1997. 192 s. ISBN 80-85963-40-X.
- [39] Seknička, P., Putnová, A., Uhlář, P.: *Etické řízení ve firmě*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. 168 s. ISBN 978-80-247-1621-3.
- [40] Sen, A. K.: *Etika a ekonomie*. Přel. J. Štefková. Praha: Vyšehrad, 2002. 119 s. ISBN 80-7021-549-6.
- [41] Sojka, M. a kol.: *Dějiny ekonomických teorií*. 2. vyd. Praha: VŠE, 1998. 403 s. ISBN 80-7079-705-3.
- [42] Störig, H. J.: *Malé dějiny filozofie*. Přel. P. Rezek, M. Petříček, K. Šprunk. Praha: Zvon, 1996. 559 s. ISBN 80-7113-175-X.
- [43] Švancara, J.: *Psychologie emocí a motivace*. Praha: Státní pedagogické nakladatelství, 1984. 158 s.
- [44] Thompson, M.: *Přehled etiky*. Přel. P. Císařová. Praha: Portál, 2004. 168 s. ISBN 80-7178-806-6.
- [45] Vašina, L., Švancara, J., Kostroň, L.: *Kapitoly z kognitivní psychologie*. Brno: FF MU, 1992. 188 s. ISBN 80-210-0327-8.
- [46] Vencovský, F.: *Kant a česká ekonomická věda*. In: Dvě stě let od smrti Immanuela Kanta, M. Loužek (ed.). Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2004. 94 s. ISBN 80-86547-30-2.

- [47] Voigt, S.: *Institucionální ekonomie*. Přel. J. Čamrová. Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2008. s. 236. ISBN 978-80-87197-13-4.
- [48] Weber, M.: *Autorita, etika a společnost: pohled sociologa do dějin*. Praha: Mladá fronta, 1997. 294 s. ISBN 80-204-0611-5.

**Právní předpisy**

- [49] *Ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky*. In: ÚZ č. 581. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2006.
- [50] *Ústavní zákon č. 2/1993 Sb., Listina základních práv a svobod*. In: ÚZ č. 581. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2006.
- [51] *Zákon č. 2/1969 Sb., o zřízení ministerstev a jiných ústředních orgánů státní správy České republiky*, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 581. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2006.
- [52] *Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník*, ve znění pozdějších předpisů. In: TZ 176. Praha: C. H. Beck, 2010.
- [53] *Zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů*, ve znění pozdějších předpisů. Dostupné na: <http://aplikace.mvcr.cz/archiv2008/sbirka/1992/sb042-92.pdf>, cit. 10. 4. 2011.
- [54] *Zákon č. 229/1992 Sb., o komoditních burzách*, ve znění pozdějších předpisů. Dostupné na: [http://www.pxe.cz/pxe\\_downloads/Rules\\_Regulation/Cz/Zakon\\_o\\_komoditnich\\_burzach.pdf](http://www.pxe.cz/pxe_downloads/Rules_Regulation/Cz/Zakon_o_komoditnich_burzach.pdf), cit. 1. 8. 2011.
- [55] *Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech*, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 738. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2009.
- [56] *Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance*, ve znění pozdějších předpisů. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/cs/legislativa/zakony/download/zakon\\_o\\_cnb.pdf](http://www.cnb.cz/cs/legislativa/zakony/download/zakon_o_cnb.pdf), cit. 6. 4. 2011.
- [57] *Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením*, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 738. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2009.
- [58] *Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů*, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 738. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2009.
- [59] *Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování*, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 738. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2009.
- [60] *Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech*, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 738. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2009.
- [61] *Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu*, ve znění pozdějších předpisů. In: ÚZ č. 851. Ostrava: Nakladatelství Sagit, a.s., 2011.

- [62] *Zákon č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.* Dostupné na: [http://www.portal.gov.cz/wps/portal/\\_s.155/701/.cmd/ad/.c/313/.ce/10821/.p/8411/\\_s.155/701?PC\\_8411\\_l=57/2006&PC\\_8411\\_ps=10#10821](http://www.portal.gov.cz/wps/portal/_s.155/701/.cmd/ad/.c/313/.ce/10821/.p/8411/_s.155/701?PC_8411_l=57/2006&PC_8411_ps=10#10821), cit. 6. 4. 2011.
- [63] *Zákon č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony.* Dostupné na: [http://portal.gov.cz/wps/portal/\\_s.155/701/.cmd/ad/.c/313/.ce/10821/.p/8411/\\_s.155/701?PC\\_8411\\_number1=230/2008&PC\\_8411\\_p=I&PC\\_8411\\_l=230/2008&PC\\_8411\\_ps=10#10821](http://portal.gov.cz/wps/portal/_s.155/701/.cmd/ad/.c/313/.ce/10821/.p/8411/_s.155/701?PC_8411_number1=230/2008&PC_8411_p=I&PC_8411_l=230/2008&PC_8411_ps=10#10821), cit. 25. 6. 2011.
- [64] *Zákon č. 230/2009 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony.* Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Zakon\\_230\\_2009.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Zakon_230_2009.pdf), cit. 16. 4. 2011.
- [65] *Smlouva o fungování Evropské unie.* Konsolidované znění dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:cs:PDF>, cit. 26. 6. 2011.
- [66] *Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.* Dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:241:0001:0025:CS:PDF>, cit. 26. 6. 2011.
- [67] *Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o makroobezřetnostním dohledu nad finančním systémem na úrovni Evropské unie a o zřízení Evropské rady pro systémová rizika.* Dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0001:0011:CS:PDF>, cit. 18. 4. 2011.
- [68] *Směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů.* Dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0022:CS:HTML>, cit. 26. 6. 2011.
- [69] *Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů.* Dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:06:07:32004L0039:CS:PDF>, cit. 26. 6. 2011.
- [70] *Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice.* Dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:241:0026:0026:CS:PDF>, cit. 26. 6. 2011.



- [71] *Usnesení Evropského parlamentu ze dne 9 října 2008 s doporučeními Komise ohledně opatření navazujících na Lamfalussyho proces: budoucí struktura dohledu.* Dostupné na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:009E:0048:0048:CS:PDF>, cit. 26. 6. 2011.
- [72] *Burzovní pravidla část II. Pravidla členství.* Dostupné na: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/clen.pdf>, cit. 11. 4. 2011.
- [73] *Burzovní pravidla část IV. Pravidla MTF.* Dostupné na: [http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/prav\\_MTF.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/prav_MTF.pdf), cit. 11. 4. 2011.
- [74] *Burzovní pravidla část IX. Pravidla pro automatické obchody.* Dostupné na: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/automat.pdf>, cit. 11. 4. 2011.
- [75] *Burzovní pravidla část X.A Blokové obchody.* Dostupné na: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/blokclen.pdf>, cit. 11. 4. 2011.
- [76] *Burzovní pravidla část X.B Blokové obchody s nečleny registrované na burze.* Dostupné na: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/bloknecl.pdf>, cit. 11. 4. 2011.
- [77] *Důvodová zpráva k návrhu zákona o změně zákona o podnikání na kapitálovém trhu a o změně některých dalších zákonů na úseku poskytování investičních služeb a organizování regulovaných trhů.* Dostupné na: [http://mfcz.cz/cps/rde/xbcr/mfcz/Duvodova\\_zprava\\_MiFID\\_pdf.pdf](http://mfcz.cz/cps/rde/xbcr/mfcz/Duvodova_zprava_MiFID_pdf.pdf), cit. 16. 4. 2011.
- [78] *Odůvodnění k vyhlášce č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.* Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislative/leg\\_kapitalovy\\_trh/vyhlaskey/download/oduvodneni\\_vyhlaska\\_143\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislative/leg_kapitalovy_trh/vyhlaskey/download/oduvodneni_vyhlaska_143_2009.pdf), cit. 16. 4. 2011.
- [79] *Poplatkový řád.* Dostupné na: [http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/popl\\_rad.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/popl_rad.pdf), cit. 11. 4. 2011.
- [80] *Stanovy Asociace pro kapitálový trh České republiky.* Dostupné na: <http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=3>, cit. 2. 9. 2011.
- [81] *Stanovy Burzy cenných papírů Praha, a.s.* Dostupné na: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/stanovy.pdf>, cit. 10. 4. 2011.
- [82] *Stanovy České asociace obchodníků s cennými papíry.* Dostupné na: <http://www.caocp.cz/index.phtml?url=dokumenty>, cit. 29. 6. 2011.
- [83] *Stanovy České bankovní asociace.* Dostupné na: <http://www.czech-ba.cz/o-cba/stanovy/plne-zneni-standov>, cit. 2. 9. 2011.
- [84] *Úřední sdělení České národní banky k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost.* Dostupné na:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2010/download/v\\_2010\\_11\\_21210560.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2010/download/v_2010_11_21210560.pdf), cit. 16. 4. 2011.

- [85] *Vyhláška č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti.* Dostupné na:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg\\_kapitalovy\\_trh/vyhlasky/download/vyhlaska\\_143\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/vyhlasky/download/vyhlaska_143_2009.pdf), cit. 16. 4. 2011.

**Internové a jiné zdroje**

- [86] AKAT: Etický kodex AKAT. Dostupné na: <http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=3>, cit. 2. 9. 2011.
- [87] AKAT: O Asociaci – Cíle. Dostupné na: <http://www.akatcr.cz/static.do?page=cile.html>, cit. 2. 9. 2011.
- [88] AKAT: O Asociaci – Historie. Dostupné na: <http://www.akatcr.cz/static.do?page=historie.html>, cit. 2. 9. 2011.
- [89] AKAT: Výroční zpráva 2009/2010. Dostupné na: <http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=6>, cit. 2. 9. 2011.
- [90] Bachanová, V.: Analýza ukazatelů kvality regulace – aplikace na členské země EU. Národohospodářský obzor, Brno, Ekonomické-správní fakulta Brno, 2006, Vol. 2006, No. 1, s. 3-11. ISSN 1213-2446
- [91] BBH: Právní aktuality – Finanční trh. Dostupné na: [http://www.bbh.cz/Documents/News/BBH\\_Bulletin\\_duben\\_kveten\\_cerven\\_2010.pdf](http://www.bbh.cz/Documents/News/BBH_Bulletin_duben_kveten_cerven_2010.pdf), cit. 2. 9. 2011.
- [92] BCPP: Burzovní indexy. Dostupné na: <http://www.bcpp.cz/Dokument.aspx?k=Burzovni-Indexy>, cit. 11. 4. 2011.
- [93] BCPP: Harmonogram burzovního dne. Dostupné na: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Harmonogram-BD>, cit. 11. 4. 2011.
- [94] BCPP: Legislativa. Dostupné na: <http://www.bcpp.cz/Dokument.aspx?k=Legislativa>, cit. 12. 4. 2011.
- [95] BCPP: Statistická ročenka Burzy cenných papírů Praha za rok 2010. Dostupné na: <http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2010.pdf>, cit. 3. 3. 2011.
- [96] Braun, J. M.: Finanční služby: Lamfalussyho proces – vznik a použití v praxi. Dostupné na: [http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact\\_sheets/info/data/market/legislation/article\\_7201\\_cs.htm](http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/legislation/article_7201_cs.htm), cit. 26. 6. 2011.
- [97] Burza cenných papírů Praha – historie. Dostupné na: <http://www.miras.cz/akcie/burza-praha-historie.php>, cit. 11. 4. 2011.
- [98] ČAOCP: O Asociaci. Dostupné na: [http://www.caocp.cz/index.phtml?url=kdo\\_jsme](http://www.caocp.cz/index.phtml?url=kdo_jsme), cit. 29. 6. 2011.
- [99] ČAOCP: Pracovní skupiny. Dostupné na: [http://www.caocp.cz/index.phtml?url=pracovni\\_skupiny](http://www.caocp.cz/index.phtml?url=pracovni_skupiny), cit. 29. 6. 2011.
- [100] ČBA: O ČBA. Dostupné na: <http://www.czech-ba.cz/o-cba>, cit. 2. 9. 2011

- [101] ČNB: Poslání České národní banky při dohledu nad finančním trhem České republiky. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/poslani\\_cnb\\_dohled\\_FT.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/poslani_cnb_dohled_FT.pdf), cit. 6. 4. 2011.
- [102] ČNB: Výroční zpráva 2006. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2006.pdf](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2006.pdf), cit. 6. 4. 2011.
- [103] ČNB: Výroční zpráva 2007. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2007.pdf), cit. 6. 4. 2011.
- [104] ČNB: Výroční zpráva 2009. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2009.pdf), cit. 6. 4. 2011.
- [105] ČNB: Zpráva o finanční stabilitě 2009/2010. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/zpravy\\_fs/FS\\_2009-2010/FS\\_2009-2010.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/FS_2009-2010.pdf), cit. 1. 3. 2011.
- [106] Dahlman, C. J.: The Problem of Externality. In: Journal of Law and Economics, 1979, Vol. 22, No. 1, s. 141-162. ISSN 00222186. Dostupné na: <http://www.jstor.org/pss/725216>, cit. 20. 7. 2011.
- [107] Džbáňková, Z.: Etické aspekty ekonomického prostředí ČR v procesu připojování k EU – teoretický pohled a praktické zkušenosti. In: Marathon, 2003, Vol. 49, No. 6. Dostupné na: [http://www.scss.sk/dvd\\_lpp\\_0384\\_09\\_2010/METODICK%C1%20PODPORA%20Z%20INTERNETU/EUROSTRAT%C9GIE/Filozofie,%20ekonomie,%20politologie,%20sociologie,%20psychologie,%20historiografie.htm](http://www.scss.sk/dvd_lpp_0384_09_2010/METODICK%C1%20PODPORA%20Z%20INTERNETU/EUROSTRAT%C9GIE/Filozofie,%20ekonomie,%20politologie,%20sociologie,%20psychologie,%20historiografie.htm), cit. 4. 8. 2011.
- [108] EC: Markets in Financial Instruments Directive and implementing measures. Dostupné na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/questions/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm), cit. 7. 6. 2011.
- [109] EC: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (Public Consultation). Dostupné na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf), cit. 26. 6. 2011.
- [110] ESMA: Frequently Asked Questions (A Guide to Understanding ESMA). Dostupné na: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7366>, cit. 18. 4. 2011.
- [111] International capital market association. Dostupné na: <http://www.icmagroup.org/home.aspx>, cit. 27. 6. 2011.
- [112] GFOCP: Výroční zpráva za rok 2009. Dostupné na: [http://www.gfo.cz/files/Vyrocní\\_zprava\\_2009.pdf](http://www.gfo.cz/files/Vyrocní_zprava_2009.pdf), cit. 25. 6. 2011.

- [113] IOSCO: General information. Dostupné na: <http://www.iosco.org/about/>, cit. 18. 4. 2011.
- [114] IOSCO: Objectives and Principles of Securities Regulation. Dostupné na: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, cit. 18. 4. 2011.
- [115] Ježek, T.: Jak se rodila regulace kapitálového trhu. Dostupné na: <http://www.investujeme.cz/clanky/jak-se-rodila-regulace-kapitaloveho-trhu/>, cit. 1. 8. 2011.
- [116] Kim, Sung Ho: Max Weber. The Stanford Encyclopedia of Philosophy (Fall 2008 Edition), E. N. Zalta (ed.). Dostupné na: <http://plato.stanford.edu/entries/weber/#EthConRes>, cit. 2. 5. 2011.
- [117] Kohout, P.: Racionální očekávání a jejich nerozumnost. Dostupné na: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/racionalni-ocekavani-a-jejich-nerozumnost/>, cit. 27. 6. 2011.
- [118] Kouba, K.: Institucionální ekonomie a teorie pravidel v dílech „otců zakladatelů“. Dostupné na: <http://ies.fsv.cuni.cz/default/file/download/id/13001>, cit. 6. 9. 2011.
- [119] Mertlík, P.: Proč zkrachoval experiment s kupónovou privatizací. Dostupné na: <http://byznys.ihned.cz/analyzy-a-komentare/c1-51878980-proc-zkrachoval-experiment-s-kuponovou-privatizaci>, cit. 1. 8. 2011.
- [120] MF: Akční plán finančních služeb. Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/fintrh\\_zahr\\_vztahyEU\\_27166.html?year=2009](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/fintrh_zahr_vztahyEU_27166.html?year=2009), cit. 26. 6. 2011.
- [121] MF: Činnost ministerstva financí. Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft\\_financni\\_stabilita\\_dohled.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_financni_stabilita_dohled.html), cit. 14. 3. 2011.
- [122] MF: Důvodová zpráva k návrhu zákona na novelizaci právní úpravy dluhopisů předložená 03. 06. 2011. Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/Duvodova\\_zprava\\_Novelizace\\_zakon\\_o\\_dluhopisech\\_MF\\_20110603\\_MPR.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/Duvodova_zprava_Novelizace_zakon_o_dluhopisech_MF_20110603_MPR.pdf), cit. 25. 6. 2011.
- [123] MF: Kapitálový trh. Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft\\_kapitalovy\\_trh.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_kapitalovy_trh.html), cit. 14. 3. 2011.
- [124] MF: Lamfalussyho proces. Dostupné na: [http://is.vsfs.cz/el/6410/leto2009/B\\_DFi/Lamfalussyho\\_proces\\_MF.ppt?fakulta=6410:obdobi=29;kod=B\\_DFi#4](http://is.vsfs.cz/el/6410/leto2009/B_DFi/Lamfalussyho_proces_MF.ppt?fakulta=6410:obdobi=29;kod=B_DFi#4), cit. 26. 6. 2011.
- [125] MF: Působnost a definice (Konzultační materiál). Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/Konzultacni\\_material\\_MF-MiFID-lstpd2006\\_C\\_pdf.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/Konzultacni_material_MF-MiFID-lstpd2006_C_pdf.pdf), cit. 26. 6. 2011.

- [126] MF: Zákon č. 230/2009 Sb. Dostupné na: [http://mfcz.cz/cps/rde/xchg/mfcz/xsl/ft\\_transparentnost\\_eminentu\\_49478.html?year=2009](http://mfcz.cz/cps/rde/xchg/mfcz/xsl/ft_transparentnost_eminentu_49478.html?year=2009), cit. 6. 8. 2011.
- [127] MF: Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2009. Dostupné na: [http://www.mfcz.cz/cps/rde/xchg/mfcz/Zprava\\_o\\_vyvoji\\_FT\\_v\\_roce\\_2009\\_pdf.pdf](http://www.mfcz.cz/cps/rde/xchg/mfcz/Zprava_o_vyvoji_FT_v_roce_2009_pdf.pdf), cit. 2. 3. 2011.
- [128] Musílek, P.: Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. In: Český finanční a účetní časopis, 2008, Vol. 2008, No. 4, s. 6-20. Dostupné také na: [http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc\\_2008-4\\_020.pdf](http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf), cit. 8. 8. 2011.
- [129] Němcová, L.: Etika v ekonomice a její vztah ke společenské odpovědnosti. Dostupné na: [http://www.arsczech.org/files/publikace\\_listopad\\_OFICIALNI.pdf](http://www.arsczech.org/files/publikace_listopad_OFICIALNI.pdf), cit. 5. 7. 2011.
- [130] Seknička, P.: Vybrané otázky kapitálového trhu – Regulace kapitálového trhu. (přednáška) Praha: Univerzita Karlova, dne 6. 4. 2010.
- [131] Singer, M.: The Capital Market in the Czech Republic: Development, Regulation, Supervision and Corporate Governance. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/public/media\\_service/conferences/speeches/download/Singer\\_20070418\\_capital\\_market\\_in\\_CR.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/public/media_service/conferences/speeches/download/Singer_20070418_capital_market_in_CR.pdf), cit. 10. 5. 2011.
- [132] Smolková, K.: Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Dostupné na: <http://www.epravo.cz/top/clanky/novela-zakona-o-podnikani-na-kapitalovem-trhu-55271.html>, cit. 6. 8. 2011.
- [133] Sokol, J.: Etika a čas. Dostupné na: <http://www.jansokol.cz/cs/n-s-etika.php>, cit. 2. 5. 2011.
- [134] Šmíd, J.: Přirozené právo na konci 20. století? In: Distance, 2000, Vol. 2000, No. 4. Dostupné na: [http://www.distance.cz/index.php?option=com\\_content&view=article&id=6&idc=427&Itemid=46](http://www.distance.cz/index.php?option=com_content&view=article&id=6&idc=427&Itemid=46), cit. 26. 7. 2011.
- [135] Šroněk, I.: Důvěra a mezinárodní obchodní jednání. Dostupné na: [http://www.msf.cz/ke\\_stazeni/seminare/Manazeri\\_a\\_etika\\_2010/Sronek\\_Duvera\\_a\\_mezinarodni\\_obchodni\\_jednani.pdf](http://www.msf.cz/ke_stazeni/seminare/Manazeri_a_etika_2010/Sronek_Duvera_a_mezinarodni_obchodni_jednani.pdf), cit. 5. 7. 2011.
- [136] Štalmach, P.: Burzovníctví – rozvojové tendence. Finance a úvěr, 1995, Vol. 45, No. 12, s. 662-671. Dostupné na: [http://journal.fsv.cuni.cz/storage/847\\_199512ps.pdf](http://journal.fsv.cuni.cz/storage/847_199512ps.pdf), cit. 18. 7. 2011.
- [137] Vaněk, J.: Existuje hospodářská etika v postkomunistické společnosti? Dostupné na: <http://filosoficky-klub.cz/2011/04/28/existuje-hospodarska-etika-v-postkomunisticke-spolecnosti/>, cit. 5. 7. 2011.
- [138] Vítěk, L.: Ronald H. Coase: Společenské náklady, teorie externalit a jejich řešení. Dostupné na:

[http://www.scss.sk/dvd\\_lpp\\_0384\\_09\\_2010/METODICK%C1%20PODPORA%20Z%20INTERNETU/EXTERNALIZ%C1CIA%20A%20INTERNALIZ%C1CIA%20N%C1KLADOV/coase.doc](http://www.scss.sk/dvd_lpp_0384_09_2010/METODICK%C1%20PODPORA%20Z%20INTERNETU/EXTERNALIZ%C1CIA%20A%20INTERNALIZ%C1CIA%20N%C1KLADOV/coase.doc), cit. 8. 9. 2011.

- [139] Vitík, R.: Transakční náklady a hranice firmy. Dostupné na: <http://www.ekonomikaamanagement.cz/cz//clanek-transakcni-naklady-a-hranice-firmy.html>, cit. 18. 7. 2011.

## Seznam obrázků, tabulek a grafů

Obr. č. 1: Základní vztahy na finančním trhu .....	11
Obr. č. 2: Burzovní pravidla BCPP .....	50
Obr. č. 3: Základní ctnosti u Platóna .....	77
Obr. č. 4: Aristotelova klasifikace ctností .....	79
Obr. č. 5: Alternativy vzájemného vztahu mezi hodnotou a normou .....	87
Obr. č. 6: Typy interních a externích institucí .....	104
Tab. č. 1: Počty vybraných subjektů poskytujících služby na finančním trhu .....	26
Tab. č. 2: Objem obchodů v letech 2007 – 2009 .....	28
Tab. č. 3: Počty registrovaných emisí v letech 2007 – 2009 .....	28
Graf. č. 1: Prostředky použitelné na finančním trhu v roce 2009 .....	25
Graf. č. 2: Vývoj volatility a likvidity na finančních trzích .....	27
Graf. č. 3: Struktura obchodů v roce 2010 .....	29



## Abstrakt

Diplomová práce se zabývá problematikou regulace kapitálového trhu z komplexnějšího pohledu. Ve státech s rozvinutou tržní ekonomikou představují kapitálové trhy podstatnou součást tržních mechanismů. Vystupují jako významný zprostředkovatel transferu a tím i realokace materiálních artefaktů. Východiskem je chápání kapitálového trhu, jakožto interdisciplinárního fenoménu. Jednotlivými přístupy, které jsme vybrali k postižení regulace kapitálového trhu jsou: právo, ekonomie, etika a v omezené míře psychologie. Záměrem je postihnout regulaci na straně jedné právní, tj. reaktivní, realizovanou institucionálně (zabezpečovanou státní autoritou), na straně druhé reprezentovanou proaktivním přístupem samoregulace, který vychází z etických hodnot; přístup psychologie, která představuje převodní mechanismus, to vše zasazeno do kontextu ekonomické reality a jejího přístupu k regulaci. Diplomová práce reflektuje události posledních let – jednak finanční krizi, dále globalizaci a internacionalizaci finančního trhu, i integraci České republiky do evropských struktur.

Převládá analyticko-deskriptivní zaměření diplomové práce.

Úvodní kapitoly jsou zaměřeny na objasnění základního rámce, ve kterém se regulace uskutečňuje. První determinuje podstatu finančního trhu. Druhá se zaměřuje na kapitálový trh, jakožto jeden ze segmentů finančního trhu. Záměrem není pouze vymezení kapitálového trhu v teoretické rovině, ale i poskytnutí informací o kapitálovém trhu v České republice – aktuálním stavu a právní úpravě. Těžiště diplomové práce je ve třetí kapitole, která se zabývá regulací. Zachyceny jsou základní teoretická východiska a přístupy ke struktuře regulace. Náležitá pozornost je věnována subjektům, které vystupují v rámci regulace – ať již jako regulátor nebo regulovaný. Opomenut není ani vývoj regulace kapitálového trhu. Základní dimenzí problematiky regulace je distinkce mezi právní a mimoprávní regulací, s čímž souvisí vztah mezi regulací státem a samoregulací. Mimoprávní regulace je spojována s neformálními prostředky regulace, především etickými hodnotami. Soustava pravidel, které se opírají o etiku, postrádají sice rozměr stupně vynutitelnosti pravidel, která jsou podepřena státní autoritou, avšak jejich dodržování přináší užitek v dlouhodobém horizontu. V praktické rovině lze uplatnit hodnoty jak obecné, tak hospodářské etiky. Motivaci k jejich uplatňování objasňuje psychologie. Vzájemná podmíněnost právních i mimoprávních pravidel regulace se promítá i do ekonomie – především institucionální ekonomie, jejíž východiska a základní přístupy jsou představeny ve čtvrté kapitole.

## Abstract

The diploma thesis deals with the issues related to capital market regulation from a more complex point of view. The capital markets represent a significant part of market mechanisms in the developed market-economy countries. They act as a significant means of transfer as well as material artifacts re-allocation. Understanding of capital market in the quality of an interdisciplinary phenomenon is the point of departure. The individual approaches that we have chosen in order to grasp the subject of capital market regulation are the following: law, economics, ethics, and on a limited basis, psychology. The intention is to catch legal regulation (reactive) on the one hand - executed institutionally (provided by the authority of state), and on the other hand a form of regulation represented by the proactive self-regulation approach based on ethical values - the approach of psychology representing a transitional mechanism - with this all set in the context of economic reality and its specific approaches to regulation. The diploma thesis reflects the recent years developments - partly the financial crisis, then the financial market globalisation and internationalisation as well as the Czech Republic integration into European structures.

The analytical and descriptive focus prevails in the diploma thesis.

The introductory chapters are aimed at explanation of the fundamental framework, whereby regulation is put into practice. The first chapter determines the essence of financial market. The second chapter is focused at capital market, being one of the financial market segment. The intention is not only defining capital market in theory, but also providing information about capital market in the Czech Republic, i.e. the current situation and legal regulations. The diploma thesis focal point can be found in the third chapter dealing with regulation. The basic theoretical points of departure and approaches to the structure of regulation are depicted. Adequate attention is devoted to subjects entering into the regulatory framework - acting either as a regulator or the one being regulated. The development of capital market regulation is not left out either. The essential dimension of the regulation issues is the distinction between legal and extralegal regulation associated with the relation between state regulation and self-regulation. Extralegal regulation is connected with the informal means of regulation, in particular the ethical values. Indeed, the system of rules relying on ethics lacks the dimension of the rules enforceability degree supported with the authority of state, however, complying with the rules is beneficial in a long-term horizon. The general as well as economic ethics values can be applied on the level

of practice. Motivation to apply them is clarified by psychology. The legal and extralegal rules cross-compliance is reflected in economy as well - in particular the institutional form of economy, the bases and elementary approaches of which are presented in the chapter four.

## **Název/Title**

Právní a ekonomické aspekty regulace kapitálového trhu

Legal and Economic Aspects of Capital Market Regulation

## **Klíčová slova/Key words**

regulace kapitálového trhu      capital market regulation

hospodářská etika                  business ethics

institucionální ekonomie      institutional economics